بِسۡمِ ٱللَّهِ ٱلرَّحۡمَٰنِ ٱلرَّحِيمِ

جامعة اليرموك

كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية

قسم المحاسبة

رسالة ماجستير بعنوان

تأثير الحاكمية المؤسسية على كفاءة إدارة رأس المال العامل للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان

The Impact of Corporate Governance on the Efficiency of Working Capital Management of Manufacturing Firms Listed on Amman Stock Exchange

إعداد

رسمي جميل رسمي مقبل

2012730028

إشراف

أ.د ميشيل سويدان

الفصل الصيفي

2014/2013

قرار أعضاء اللجنة

تأثير الحاكمية المؤسسية على كفاءة إدارة رأس المال العامل للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان

The Impact of Corporate Governance on the Efficiency of Working Capital Management of Manufacturing Firms Listed on Amman Stock Exchange

إعداد

رسمي جميل رسمي مقبل

بكالوريوس محاسبة، جامعة اليرموك، إربد، 2012

قُدمت هذه الرسالة إستكمالاً لمتطلبات درجة الماجستير في تخصص المحاسبة من جامعة اليرموك، إربد

وافق عليها

الأستاذ الدكتور ميشيل سعيد سويدان .... مشرفاً ورئيساً

أستاذ في المحاسبة، جامعة اليرموك

الدكتور إياد عيسى السرطاوي .... عضواً

أستاذ مساعد في المحاسبة، جامعة اليرموك

الدكتورة ديمة أحمد درادكة .... عضواً

أستاذ مساعد في العلوم المالية والمصرفية، جامعة اليرموك

الإهداء

إلى صاحب رسالة العلم والخلق... إلى من أضاءت بنوره ظلمات هذه الدنيا، فكانت رسالته النور الذي اهتدينا به، وخلقه الطاهر الذي اقتدينا به، فكانت مدادنا طول الطريق حتى وصولنا إلى هذه المرحلة.

"سيدنا محمد عليه الصلاة والسلام"

إلى من اتسع قلبه ليحتوى حلمي... إلى من بدعاءه لي أرتوي... إلى من روض الصعاب من أجلي... إلى من صب عرقه على جبينه من أجل أن يراني وقد تجاوزت هذه المرحلة... إلى صاحب البذل والعطاء.

"والدي العزيز"

إلى الزهرة التي لا تذبل... إلى من بحبها الصافي تكتمل فرحتي... إلى من ساندتني ووقفت إلى جانبي حتى وصلت إلى هذه المرحلة... إلى من أعجز عن وصفها ولا أستطيع أن أؤديها ُعشر ِمعشار حقها.

"أمي الغالية"

إلى من أرى التفاؤل بعيونهم، والسعادة في ضحكاتهم، وهم أقرب إلي من روحي... إلى من بهم أستمد عزتي وإصراري.

"اخوتي"

إلى رفاق الدرب والعطاء... إلى رفاق العلم والتعلم... إلى من معهم سعدت وبرفقتهم في دروب الحياة في حلوها ومرها سرت... إلى من ساندني وأعانني على إكمال رسالتي.

"أصدقائي"

شكر وتقدير

الحمد لله حمداً كثيراً طيباً مباركاً فيه، ﷻ ذو الفضل والمنة الذي أنعم علي بالعلم وأعانني على إنجاز هذه الرسالة، وأسأل الله عز وجل أن تكون من العلم النافِع الذي ينُتفع به.

قال رسول الله ﷺ: (لايشكر الله من لا يْشكر الناس)

بعد الانتهاء من إعداد هذه الرسالة لا يسعني إلى أن أتقدم بخالص الشكر والامتنان إلى

"الأستاذ الدكتور ميشيل سويدان"

الذي تفضل بالإشراف على هذه الرسالة، ولم يتوانى بتقديم النصح والمشورة والتوجيهات القيمة التي أثرت على بحثي هذا.

والشكر الموصول إلى من كان لهم الفضل من بعد الله عز وجل في وصولي إلى هذه المرحلة، أعضاء الهيئة التدريسية في كلية الإقتصاد والعلوم الإدارة... لما أفاضوا علي من علمهم ومعرفتهم خلال فترة الدراسة.

كما أتقدم بالشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم بمناقشة هذه الرسالة وإثرائها بالملاحظات التوجيهات القيمة.

"الدكتور إياد عيسى السرطاوي" و "الدكتورة ديمة أحمد الدرادكة"

قائمة المحتويات

قائمة الجداول

ملخص الدراسة

مقبل، رسمي جميل. تأثير الحاكمية المؤسسية على كفاءة إدارة رأس المال العامل للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير بجامعة اليرموك، 2014.

إشراف: أ.د ميشيل سويدان

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الحاكمية المؤسسية على كفاءة إدارة رأس المال العامل لعينة مكونة من (٤٩) شركة صناعية للفترة ٢٠١١-٢٠١٣. وقد تم قياس الحاكمية المؤسسية من خلال: حجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، والجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، ووجود لجنة تدقيق. أما الكفاءة في إدارة رأس المال العامل فقد تم قياسها عن طريق، متوسط فترة تحصيل الذمم المدينة، ومعدل دوران المخزون، ودورة تحويل النقد، كما تم استخدام حجم الشركة ونسبة الدين والنمو في المبيعات والعائد على الأصول كمتغيرات ضابطة. وقد تم الحصول على البيانات من التقارير المالية السنوية للشركات المبحوثة ومن المعلومات المتاحة على الموقع الألكتروني لبورصة عمان، حيث تم استخدام طريقة المربعات الصغرى (Ordinary Least Square) لاختبار فرضيات الدراسة.

وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي ومتوسط فترة التحصيل، مما يعني أن الفصل بين المنصبين يحسن من كفاءة إدارة رأس المال العامل، كما توصلت أيضا إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين وجود لجنة تدقيق ومعدل دوران المخزون.

وبناءا على النتائج التي توصلت اليها الدراسة، فإنها توصي بضرورة وجود تشريعات تلزم الشركات الصناعية الأردنية على المزيد من الإمتثال في تطبيق قواعد الحاكمية المؤسسية، وإيلاء المزيد من الإهتمام عند تشكيل لجان التدقيق، بأن يتوفر لدى أعضاؤها خبرة ومعرفة جيدة في الأمور المالية والمحاسبية، بالإضافة إلى وإجراء المزيد من الدراسات الأردنية التي تأخذ بعين الاعتبار الجوانب والمتغيرات التي لم تتطرق إليها هذه الدراسة، فليس من المتوقع أن تغطي دراسة واحدة كافة الجوانب المتعلقة بموضوع إدارة رأس المال العامل.

الكلمات المفتاحية: الحاكمية المؤسسية، كفاءة إدارة رأس المال العامل، بورصة عمان.

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1.1 المقدمة

2.1 مشكلة الدراسة وأسئلتها

3.1 أهداف الدراسة

4.1 أهمية الدراسة

5.1 تنظيم الدراسة

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1.1 المقدمة

بدأ الاهتمام الحقيقي بمفهوم الحاكمية المؤسسية خلال السنوات الأولى من القرن الواحد والعشرين، وذلك بعد الإخفاقات والفضائح المالية التي حدثت لكبرى الشركات في الولايات المتحدة مثل شركة إنرون Enron للطاقة، وشركة وورلدكوم world com للاتصالات، وذلك نتيجة للفساد المالي والإداري، وتواطؤ بعض مدققي الحسابات، الأمر الذي بدوره أدى إلى تراجع ثقة المستثمر بإدارة الشركة والبيانات الصادرة عنها (Kenny, 2005). وقد دفع ذلك الكونجرس الأمريكي إلى إصدار قانون للحاكمية المؤسسية سمي بقانون Sarbanes-Oxly Act وهو يهدف إلى استعادة ثقة الجمهور بإدارة الشركة، وحماية حقوق المستثمرين، ومنع خطر الانهيارات المستقبلية (Zhang, 2007).

ويرى Jensen and Meckling (1976) أن الفصل بين الملكية والإدارة يعطي الإدارة الحافز إلى استغلال موارد الشركة، وتحقيق مصالحها الشخصية على حساب المساهمين، مما يحمل الشركة تكاليفاً إضافية تسمى بتكاليف الوكالة. كما يرى Achchuthan and Kajananthan (2013) أن تطبيق الحاكمية بشكل جيد، يضع المؤسسة ضمن قوانين تساعد على اتخاذ قرارت من شأنها تعظيم ثروة حاملي الأسهم، بالإضافة إلى أنها تضمن الكفاءة في إدارة موارد الشركة.

وقد أشار Achchuthan and Kajananthan (2013) أيضا إلى أن ممارسات الحاكمية المؤسسية هي الاستراتيجية التي يتم وضعها من أجل تحقيق أهداف قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل للشركة، ونتيجة لذلك تصبح إدارة رأس المال العامل آلية مهمة لتحقيق أهداف الشركة على المدى القصير. فكفاءة إدارة رأس المال العامل تُعنى بإدارة متطلبات التمويل قصير الأجل، وتحقق التوازن بين مكونات رأس المال العامل فهي تشتمل على المخزون، والذمم المدينة، والأرصدة النقدية (Ganesan,

(2007. كما أكد Filbeck and Krueger (2005) ضرورة كفاءة إدارة رأس المال العامل من أجل ضمان الموازنة بين الربحية والسيولة، وذلك لتجنب إفلاس الشركة، وقد أشار Jensen (1986) إلى أن الاحتفاظ بنسبة عالية من السيولة (التدفقات النقدية الحرة) يعد مصدراً لحدوث تضارب في المصالح بين كل من حاملي الاسهم والمديرين؛ ذلك لاعتقاد حاملي الأسهم أن المديرين يستغلون موارد الشركة لمصالحهم الشخصية مما يؤدي إلى نقل ثروة المساهمين إلى المديرين وإلى ارتفاع تكاليف الوكالة. كما أن سوء السياسات المتعلقة برأس المال العامل تؤثر بشكل سلبي في دورة حياة النقد (Gill and Shah, 2012). ومن هذا المنطلق تعد إدارة رأس المال العامل واحدة من أهم الوظائف في إدارة الشركات، للحفاظ على الملاءة، والربحية، والسيولة للشركة (Kamau and Basweti, 2013). وبناء على ذلك فقد جاءت الدراسة الحالية بهدف التعرف على أثر التزام الشركات الأردنية بمبادئ الحاكمية المؤسسية في كفاءة إدارة رأس المال العامل فيها.

2.1 مشكلة الدراسة وأسئلتها

لاقت الأزمات المالية العالمية إهتماماً كبيراً من العديد من الاقتصاديين والمحللين، مما جعلهم يؤكدون على ضرورة وجود نظام حاكمية مؤسسية قوي وإدارة مالية كفوءه، وذلك من أجل زيادة القدرة على التعامل مع الأزمات غير المتوقعة، ومنع خطر الانهيارات المستقبلية، فكفاءة الإدارة المالية تضمن وجود رأس المال على المدى الطويل والمدى القصير، كما وتحافظ على سيولة وملاءة الشركة، حيث يُنظر إليها على أنها وظيفة أساسية في خلق ميزة تنافسية في الشركة (Gill and Biger, 2012). فعلى مستوى السيولة يُنظر إلى إدارة رأس المال العامل باعتبارها من أهم الوظائف في إدارة الشركة وأنها العامل الرئيس الذي يمنح الحياة لأي وحدة إقدصادية (Achchuthan and Kajananthan, 2013).

لذا جاءت مشكلة الدراسة الحالية في التساؤل الرئيس التالي:

ما أثر التزام الشركات الصناعية الأردنية بمعايير الحاكمية المؤسسية على كفاءة إدارة رأس المال العامل؟

3.1 أهداف الدراسة

بالاعتماد على ما جاء في مشكلة الدراسة وأسئلتها، يهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى معرفة أثر الحاكمية المؤسسية في كفاءة إدارة رأس المال العامل، وذلك من خلال تحديد العلاقة بين:

1- حجم مجلس الإدارة وكل من متوسط فترة التحصيل، ومعدل دوران المخزون، ودورة تحويل النقد.

2- استقلالية مجلس الإدارة وكل من متوسط فترة التحصيل، ومعدل دوران المخزون، ودورة تحويل النقد.

3- الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي وكل من متوسط فترة التحصيل، ومعدل دوران المخزون، ودورة تحويل النقد.

4- وجود لجنة التدقيق مع متوسط فترة التحصيل، ومعدل دوران المخزون، ودورة تحويل النقد.

5- العوامل الضابطة التالية، وكفاءة إدارة رأس المال العامل:

- حجم الشركة.
- نسبة الدين.
- معدل العائد على الأصول.
- النمو في المبيعات.

4.1 أهمية الدراسة

تنبع أهمية هذه الدراسة من أهمية رأس المال العامل باعتباره يشكل جزءا مهما من إجمالي أصول الشركة، وأن إدارته تشكل أهم التحديات التي تواجهها الإدارة، لكي تضمن السيولة الكافية من أجل تمويل عملياتها التشغيلية. بالإضافة إلى أهمية الدور الذي تلعبه الحاكمية المؤسسية في ضبط سلوك المديرين، وتحديد أدوار جميع الأطراف في الشركة، مما يؤدي إلى تحسين كفاءة الإدارة بشكل عام وكفاءة إدارة رأس المال العامل بشكل خاص. وبناء على ذلك، فإن أهمية الدراسة تبرز من خلال بحث تأثير الحاكمية المؤسسية في كفاءة إدارة رأس المال العامل للشركات الصناعية في الأردن خلال الفترة 2011-2013 وذلك بأخذ عدد من المتغيرات لقياس الحاكمية المؤسسية (حجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، والجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، ووجود لجنة تدقيق) وهي المتغيرات التي لم تتطرق إليها دراسات سابقة حسب علم الباحث، كما يمكن أن تساعد نتائج هذه الدراسة الجهات المعنية بتطبيق الحاكمية المؤسسية، بالإضافة إلى المستثمرين والأطراف ذات العلاقةوي ُوَلى أن تشكل هذه الدراسة إطاراً مرجعياً للدراسات المستقبلية لتناول موضوع الدراسة من جوانب أخرى.

5.1 تنظيم الدراسة

تم تقسيم هذه الدراسة ستة فصول على النحو التالي:

الفصل الأول: تناول الإطار العام للدراسة، وقد تضمن مشكلة الدراسة وأسئلتها، وأهداف الدراسة، وأهمية الدراسة.

الفصل الثاني: يمثل الإطار النظري للدراسة، فهو يتناول الإطار العام للنظريات التي تقوم عليها الدراسة، وموضوع الحاكمية المؤسسية من حيث مفاهيمها ونشأتها وأهميتها والحاكمية المؤسسية في

الأردن، ورأس المال العامل من مفاهيم وإدارة وسياسات رأس المال العامل، والعلاقة بين الحاكمية المؤسسية وكفاءة إدارة رأس المال العامل.

الفصل الثالث: ويتضمن الدراسات السابقة التي تناولت موضوع الحاكمية المؤسسية وكفاءة إدارة رأس المال العامل، وما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة، بالإضافة إلى تطوير فرضيات الدراسة بناءً على ما جاء في الدراسات السابقة.

الفصل الرابع: يوضح المنهجية التي اتخذتها الدراسة، وهو يتضمن التعريف بمجتمع الدراسة وعينتها، ومصادر الحصول على المعلومات، ومتغيرات الدراسة، والأساليب الإحصائية المستخدمة، ونماذج الدراسة.

الفصل الخامس: يتضمن مناقشة نتائج التحليل ومشكلاته واختبار الفرضيات.

الفصل السادس: يعرض أهم النتائج والاستنتاجات التي خلصت إليها الدراسة، بالإضافة إلى ما أوصى به الباحث بناء على تلك النتائج.

الفصل الثاني

الإطار النظري

1.2 المقدمة

2.2 إطار عام لنظريات الدراسة

3.2 الحاكمية المؤسسية

4.2 رأس المال العامل

5.2 العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وكفاءة إدارة رأس المال العامل

الفصل الثاني

الإطار النظري للدراسة

1.2 المقدمة

لقد شهدت بيئة المال والأعمال العديد من الإخفاقات والفضائح المالية، نتيجة لضعف أنظمة الحاكمية المؤسسية، والذي بدوره أدى إلى إلحاق الضرر بحملة الأسهم بسبب حالات الأفلاس، الأمر الذي دعا بعض الدول إلى وضع قوانين تدعو إلى تحسين أنظمة الحاكمية في الشركة، وتفعيل أدواتها طبقا لمجموعة من المعايير؛ منها الإفصاح، والشفافية، والعدل، والمساواه؛ وذلك لضمان حقوق المساهمين في الشركة (التميمي والقيسي، 2012). وعليه فقد اعتمدت بعض الدول على مجموعة من أدوات الحاكمية المؤسسية لمراقبة تصرفات الإدارة وقراراتها المتعلقة بثروة المساهمين، منها تحديد أعضاء مجلس الإدارة، والعمل على انتخاب مجلس الإدارة من قبل المساهمين بشكل دوري، وتأكيد الفصل بين وظيفة الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، بالإضافة إلى آليات أخرى تتعلق بلجنة التدقيق ومستوى استقلاليتها واستقلالية أعضائها (Eun and Resnick, 2009).

وبناء على تلك الدعوات في تحسين فاعلية الحاكمية المؤسسية، فإن أدواتها أصبحت أكثر تأثيرا في القرارات المالية في الشركة، وبالتحديد القرارات المتعلقة بإدارة رأس المال العامل، باعتباره يشكل جزءا مهما من إجمالي أصول الشركة، وأن إدارته تعتمد بالدرجة الأولى على المواءمة بين هدفي الربحية والسيولة، فالتركيز على السيولة يأتي على حساب الربحية والعكس صحيح، وعليه فإن أهمية إدارة رأس المال العامل تأتي من إدارة العلاقة بين الربحية والسيولة لضمان ملاءة الشركة، وبالشكل الذي يصب في مصلحة المساهمين (التميمي والقيسي، ٢٠١٢).

في هذا الفصل سيتم عرضإطاراً نظرياً لفهم تأثير مبادئ الحاكمية المؤسسية على كفاءة إدارة رأس المال العامل، حيث يعرض بعض النظريات التي ارتبطت بمفهوم الحاكمية المؤسسية، وما لها من

تأثير في كفاءة إدارة رأس المال العامل، وقد تناول موضوع الحاكمية المؤسسية من حيث مفاهيمها ونشأتها وأهميتها، والحاكمية المؤسسية في الأردن، وتناول أيضا موضوع رأس المال العامل من حيث مفاهيم رأس المال العامل، وإدارته وسياسات الإستثمار والتمويل المتعلقة به، وفي الفقرة الأخيرة تم ربط الحاكمية المؤسسية مع كفاءة إدارة رأس المال العامل.

2.2 إطار عام لنظريات الدراسة

ارتبط موضوع الحاكمية المؤسسية وعلاقته بإدارة رأس المال العامل بعدد من النظريات، منها: نظرية الوكالة Jensen and Meckling (1967) التي أشارت إلى أن الفصل بين الملكية والإدارة يعطي الحافز للإدارة بتقديم مصالحها الشخصية عندما تتعارض مع مصالح الآخرين، وقد أشارت عدة دراسات منها دراسة Gill and Biger (2012) ودراسة Nakamura and Palombini (2012) إلى أن القرارات المتعلقة بمستويات رأس المال العامل من الممكن أن تكون ذات صله بتضارب المصالح بين المديرين والمساهمين. وكذلك فإن الشركات التي لديها ضعف في النظام الرقابي، وتمتلك أدوات قليلة لضبط قرارت الإدارة عادة ما يميل المديرون فيها إلى الاستثمار في مشاريع غير مجزية، مما يؤدي إلى مشكلة التدفقات النقدية الحرة، التي اقترحها Jensen (1986) حين عّرف التدفقات النقدية الحرة بأنها الفائض من التدفقات النقدية بعد قيام الشركة بتمويل مشاريعها الاستثمارية التي يكون صافي قيمتها الحالية (NPV) موجاً ، حيث يقوم المديرون باستثمار تلك التدفقات النقدية الحرة في مشاريع غير مجزية اقتصاديا، ولا تعود بالفائدة إلا على الصعيد الشخصي للمدير، مثل زيادة الفوائد المالية والمكافآت الشخصية. وفي ما يلي عرض لتلك النظريات.

1.2.2 نظرية الوكالة Agency Theory

تعود المفاهيم التي تعتمد عليها نظرية الوكالة في أصلها إلى الاقتصادي آدم سميث(Adam smith) وذلك عند مناقشته مشكلة الفصل بين الملكية والسيطرة في كتابه ثروة الأمم The Wealth of Nations وقد أحلت نظرية الوكالة بشكلها الرسمي مع نهاية سبعينيات القرن الماضي عندما قدم Jensen and Meckling (1976) تعريفاً مفصلاً لنظرية الوكالة، بأنها علاقة يقوم بموجبها شخص أو أكثر(المالكون) بتوكيل أشخاص (المديرين) في إنجاز أعمال لصالحهم مع إعطاء الإدارة الصلاحيات في اتخاذ بعض القرارات، من هنا تنتج مشكلة الوكالة (Agency Problem) وذلك لأن الفصل بين الملكية والإدارة يعطي الإدارة الحافز إلى تقديم مصالحها الشخصية عندما تتعارض مع مصالح الشركة؛ مما يحمل الشركة تكاليفاً إضافية تسمى تكاليف الوكالة (Agency Cost)، والتي تقسم إلى:

- تكاليف رقابية:وهي التكاليف التي تتعلق بالحوافز التي تُمنح للإدارة وتكاليف الآليات الرقابية على سلوك الأداء.

- تكاليف الربط: هي ما تنفقه الإدارة من موارد التقارير والبيانات الإضافية التي تقدمها للمالكين لتؤكد لهم أنها تبذل الجهد الأكبر لتعظيم ثرواتهم.

- تكاليف الخسائر المتبقية: وهي الأضرار والخسائر في ثروة المالكين الناتجة عن الإنحرافات بين قرارات الإدارة ومصالح المالكين.

وتعتبر مشكلة عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information) سبباً جوهرياً في ظهور نظرية الوكالة؛ ذلك لامتلاك الإدارة معلومات تتعلق بالشركة لا تتوافر لدى المالكين، وعليه تقوم باستغلال تلك المعلومات لصالحها، وصرف النظر عن مصلحة المالكين؛ مما يؤدي إلى مشكلة الإختيار

المعاكس (Adverse Selection Problem) والخطر الأخلاقي (Moral Hazard) وهذا التضارب يؤدي بالشركة إلى استنزاف مواردها، فتقل ثقة المستثمرين بها، مما يؤدي إلى الانخفاض في قيمة الشركة السوقية (Myers and Majluf, 1984).

وقد اقترح Jensen and Meckling (1976) عدة آليات من أجل تخفيض هذا التضارب، منها استخدام الدين في التمويل، وزيادة ملكية المديرين في الشركة بالإضافة إلى منحهم المكافآت والحوافز وغيرها من الآليات. إلّا أن استخدام الدين كآلية لتخفيض التضارب بين المديرين والمالكين يخلق نوعا آخر من التضارب بين المالكين والدائنين؛ نتيجة مشكلة نقل الثروة Asset Substitution Problem وذلك لاعتقاد الدائنين أن المالكين يستخدمون أموالهم لتحقيق مصالحهم الخاصة، الأمر الذي يجعل الدائنين يطالبون بعلاوة مخاطرة، وهذا يؤدي إلى زيادة تكاليف التمويل الخارجي ومن ثم يجبر الشركة على التخلي عن بعض الفرص الاستثمارية المربحة، فتنتج مشكلة نقص الاستثمارات Underinvestment Problem وهذا بدوره يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للشركة.

2.2.2 نظرية التدفقات النقدية الحرة Free Cash Flow Theory

تُعدُّ التدفقات النقدية الحرة واحداً من معايير قياس أداء الشركة التي تم اقتراحها في البداية من قبل Jensen (1986) حيث عرفها بأنها: الفائض من التدفقات النقدية بعد قيام الشركة بتمويل مشاريعها الاستثمارية والتي يكون صافي قيمتها الحالية (NPV) موجباً.

ويرى Jensen (1986) أن وجود كمية كبيرة من التدفقات النقدية الحرة يحفز المديرين إلى استثمار تلك التدفقات في مشاريع غير مجدية اقتصاديا، الأمر الذي يضاعف مشكلة الوكالة. كذلك أشار Jensen (1986) إلى أن الزيادة في النقد الداخلي يسمح للمدير بتجنب مراقبة السوق، لأنه ليس بحاجة إلى أخذ الموافقة من حملة الأسهم، وله حرية الإستثمار، وقد لا يلجأ المدير إلى توزيع الأرباح،

إذ تكون له دوافع تتعلق بالاستثمار حتى وإن كان صافي القيمة الحالية لهذا الاستثمار سالبا. وبناءً على هذه النظرية فإن دوافع الإدارة تكمن في جمع الأموال من أجل زيادة مواردها التي تقل عليها الرقابة والحصول على صلاحيات اتخاذ القرارات المتعلقة بالاستثمار. وفي نهاية الأمر، تجنب عرض معلومات رأس المال بشكل مفصل (Ferreira and Vilela, 2004)، ويرى Jensen and Meckling (1976) أن زيادة مستوى الدين في الشركة يحد من مشكلة الوكالة المتعلقة بالتدفقات النقدية الحرة.

وهنالك أيضا العديد من الآثار المترتبة على نظرية التدفقات النقدية الحرة، فعندما تواجه الشركة مشكلات وكالة عالية، عادة ما تميل إلى تراكم النقدية، كما وتكون سياسات رأس المال العامل لديها مرنة جدا، وذلك من أجل الحصول على سيولة كافية حتى لو لم يكن لديها فرص استثمارية جيدة (Wasiuzzaman and Arumngam, 2013). وأشار Jensen (1986) إلى أن الشركات التي لديها سياسات متساهله في جمع المستحقات، ويكون لديها فائض في المخزون، ولا تحكمها ضوابط للحصول على النقد، هي أكثر الشركات عرضة لاستحواذ المديرين عليها.

وقد توصل Harford (1999) إلى أن الشركات التي لديها فائض من النقد تكون أكثر عرضة لانخفاض قيمتها السوقية؛ وذلك بسبب استخدام هذا الفائض في استثمارات غير مجدية مما يضر بسمعة الشركة، ويخفض من سعر سهمها في السوق.

3.2 الحاكمية المؤسسية Corporate Governance

1.3.2 مفاهيم الحاكمية المؤسسية

لم يقتصر المحللون والماليون والقانونيون على تعريف موّحد للحاكمية المؤسسية، وقد يرجع السبب في ذلك إلى التداخل في بعض الأمور التنظيمية والاقتصادية والمالية والاجتماعية للشركة (Rouf,

(2011، فقد حاول العديد من الأفراد والمنظمات والدراسات إيجاد تعريف للحاكمية المؤسسية، ومن أبرز من تبنى موضوع الحاكمية المؤسسية وبحث فيه لجنة كادبوري Cadbury (1992, P. 14) فقد عرفت الحاكمية المؤسسية: أنها النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركة وتوجيهها والرقابة عليها، وأن مجلس الإدارة هو المسؤول عن الحاكمية المؤسسية، ويكون دور المساهمين في الحاكمية هو انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والمدققين، والتأكد من بوجود هيكل حاكمية مناسب للشركة، وأن مجلس الإدارة مسؤول عن وضع أهداف استراتيجية للشركة، وتوفير القيادات التي تعمل على تحقيق تلك الأهداف، والإشراف على إدارة الأعمال، وتقديم التقارير للمساهمين خلال فترة توليهم، وأن مجلس الإدارة يلتزم بالقوانين. والهدف من ذلك هو التقريب بين مصالح الأفراد والشركات والمجتمع.

أما Shleifer and Vishny (1997, P. 737) فقد عرفا الحاكمية المؤسسية بأنها تمثل "طرق التعامل مع الأطراف التي من خلالها يطمئن مموّلو الشركات إلى أنهم سوف يحصلون على عائد مُجْزٍ من استثماراتهم، التي تبين علاقة الشركة بالأطراف كافة".

وقامت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية Organization for Economic Co-operation and Development بتعريف الحاكمية المؤسسية بأنها "مجموعة العلاقات بين إدارة الشركة ومجلس الإدارة والمالكين وجميع الأطراف ذات العلاقة. فهي النظام الذي يتم من خلاله وضع أهداف الشركة وسبل تحقيقها، ومراقبة الأداء والنتائج. وأن الحاكمية الجيدة تعمل على توفير الحوافز الملائمة لمجلس الإدارة والإدارة العليا لتحقيق الأهداف التي تخدم مصلحة الشركة والمساهمين" (OECD, 1999, P. 11). ويمكن القول إن تعريف (OECD) هو الأشمل من بين التعريفات السابقة، لتضمنه المفاهيم والحوافز والأهداف والرقابة والإدارة.

أما Coleman and Biekpe (2006) فقد عرفا الحاكمية المؤسسية بأنها "مجموعة من الأنظمة والتعليمات التي تعمل على رفع مستوى المناخ التنظيمي للشركة، بشكل يعظم أدائها المالي، ويقوي مركزها التنافسي".

2.3.2 نشأة الحاكمية المؤسسية

تعود نشأة الحاكمية المؤسسية إلى فكرة مشكلة الوكالة (Agency Problem)، فإذا بحثنا في الأدبيات الاقتصادية للحاكمية المؤسسية سنجد أن Berle and Means (1932) هما أول من تناول موضوع فصل الملكية عن الإدارة، وذلك بنشرهم دراسةً بعنوان The Modern Corporate and Private Property في الولايات المتحدة، تحدثا فيها عن المشكلات التي من الممكن أن تحدث إثر فصل ملكية الشركة عن الإدارة وغياب الرقابة عليها. باعتبار أن الإدارة تتسم بالأنانية عندما تتعارض مصالحها مع مصالح الشركة، مما يلحق الضرر بثروات المساهمين. ومن هذا المنطلق أتى Jensen and Meckling (1976) ليبنيا على ما سبق الإطار العام لنظرية الوكالة التي أشارا من خلالها إلى حتمية الصراع بين إدارة الشركة والمالكين في حال الفصل بينهما، والذي سببه الممارسات الأنانية التي تتسم بها الإدارة، حيث تقوم باستغلال موارد الشركة لصالحها الشخصي دون النظر إلى مصالح الاخرين مما يحمل الشركة تكاليف تنعكس سلبا على حقوق المساهمين.

ونتيجة لانهيار شركاتٍ عدة في أوائل التسعينيات، فقد زاد قلق المستثمرين على استثماراتهم، مما أدى إلى زيادة الاهتمام بالحاكمية المؤسسية (Kenny, 2005)، فقد ظهرت العديد من التقارير التي تنص على أهمية الالتزام بمبادئ الحاكمية في المملكة المتحدة، ومن أبرزها: تقرير كادبوري Cadbury Report الذي طالب بإلتزام الشركة بالإفصاح عن الالتزام بقواعد الحاكمية، وتبرير ما لم يتم الالتزام به (Cadbury, 1992).

وفي عام 1993 أتى تقرير روتمان Rutteman (1993) ليوصي بضرورة إرفاق تقرير نظام الرقابة الداخلية التي تطبقها الشركة مع تقاريرها المدرجة. وكذلك فقد ظهر تقرير Greenbury (1995) ليركز على مكافآت أعضاء مجلس الإدارة وقد أوصى بضرورة الإفصاح الكامل عن ما يتم منحة للإدارة من مكافآت ورواتب.

ونتيجة للانهيارات المالية التي حدثت لكبرى الشركات الأمريكية عام 2002، مثل شركة إنرون للطاقة، وشركة ورلدكوم للإتصالات بسبب الفساد المالي والإداري وتواطؤ بعض مدققي الحسابات، جاء قانون Sarbanes-Oxley الذي أقره الكونجرس الأمريكي استجابة لتلك الانهيارات، وقد ركز على أهمية الحاكمية المؤسسية في القضاء على الفساد المالي والإداري في الشركات، عن طريق تفعيل دور أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين، والتركيز على أن يكون غالبية مجلس الإدارة من الأعضاء غير التنفيذيين، وقد تم تحديد مسؤولياتهم داخل مجلس الإدارة بشكل واضح (Zhang, 2007).

وعلى مستوى المنظمات الدولية، قامت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) 1999 بإصدار مبادئ لحاكمية الشركات وقد أصبحت الحجر الأساس والمعيار الدولي الذي تستند إليه العديد من الدول والشركات عند وضعها الأسس الملائمة لتطبيق الحاكمية المؤسسية (OECD, 2004). وفي عام 2004 أصدرت المنظمة نسخة معدلة من معايير الحاكمية المؤسسية؛ وذلك لمراعاة التطورات الاخيرة والخبرات في الدول الأعضاء وغير الأعضاء (OECD, 2004). وأخيرا قامت المنظمة بإصدار نسخة تضمنت القواعد السابقة ممزوجة بالخبرات العملية المشتركة التي توعز إلى الأطراف كافّةً بالإطلاع على مسؤولياتهم (OECD, 2008).

وتجدر الإشارة إلى أنه لا يوجد نموذج موحد للحاكمية المؤسسية يمكن أن يطبق في جميع دول العالم ويؤدي إلى النتائج نفسها، إلّا أنّ العمل الذي قامت به كل من دول منظمة التعاون الإقتصادي

والتنمية (OECD) وغيرها من الدول أدى إلى حصر عدد من العناصر المشتركة التي تعد أساس الحاكمية الجيدة، فقد اعتمدت المبادئ على هذه العوامل المشتركة، حيث تم تشكيلها لتشمل النماذج المختلفة لهيكل مجلس الإدارة، سواء في دول المنظمة أو غيرها من الدول (OECD, 2004).

3.3.2 الحاكمية المؤسسية في الأردن

هنالك العديد من القوانين التي ترتبط بالحاكمية المؤسسية في الأردن سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، ومن أهمها: قانون الشركات رقم ٢٢ سنة ١٩٩٧ وتعديلاته، وقانون مراقبة أعمال التأمين سنة ١٩٩٩، وقانون البنوك سنة ٢٠٠٠ وقانون الأوراق المالية سنة ٢٠٠٢ وقانون تنظيم مهنة المحاسبة القانونية سنة ٢٠٠٣. وغيرها من القوانين (طريف، ٢٠٠٣). وفي عام ٢٠٠٥ قامت هيئة الأوراق المالية بإعداد دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان، بأن يتم الالتزام بما ورد فيه إعتبارا من ٢٠٠٩/١/١ وذلك بموجب قرار هيئة المفوضين الصادر بتاريخ ٢٠٠٨/٧/٢٩. وقد تم إصدار هذا الدليل بهدف وضع إطار ينظم العلاقات والإدارة فيها، ويحدد الحقوق والواجبات والمسؤليات بما يحقق أهداف الشركة، ويحفظ حقوق الأطراف ذوي المصالح المرتبطة بها، وتستند هذه القواعد إلى عدة تشريعات، من أهمها: قانون الأوراق المالية وقانون الشركات، إضافة إلى المبادئ الدولية الصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) (هيئة الأوراق المالية، ٢٠٠٨).

وفي ما يخص قطاع التأمين فقد قام مجلس إدارة هيئة التأمين في عام ٢٠٠٦ بوضع تعليمات الحاكمية وأسس تطبيقها وإدارتها. أما فيما يتعلق بقطاع البنوك فقد قام البنك المركزي الأردني بإعداد دليل الحاكمية المؤسسية للبنوك في الاردن عام ٢٠٠٢ (البنك المركزي، ٢٠٠٧). وفي عام ٢٠١٣ أنهت دائرة مراقبة الشركات الأردنية إعدادها لدليل قواعد حوكمة الشركات الأردنية المساهمة الخاصة، وذات المسؤولية المحدودة، وشركات المساهمة العامة غير المدرجة في بورصة عمان، وطالب هذه

الشركات بتطبيق تلك القواعد على أساس مبدأ الالتزام وتبرير عدم الالتزام (دائرة مراقبة الشركات، ٢٠١٣).

4.2 رأس المال العامل

1.4.2 مفاهيم رأس المال العامل

يعتمد رأس المال العامل على مفهومين رئيسين هما: إجمالي رأس المال العامل، وصافي رأس المال العامل، حيث يعرّف إجمالي رأس المال العامل بأنه: "مجموع استثمارات الشركة في الأصول المتداولة، وهي تلك الأصول التي يمكن تحويلها إلى نقد خلال سنة أو أقل، وتشمل النقد والأوراق المالية والحسابات المدينة والبضاعة". أما صافي رأس المال العامل فهو "الفرق بين الأصول المتداولة والمطلوبات المتداولة" (Besley and Brigham, 2008: p. 566). ففي حالة زيادة الأصول المتداولة على المطلوبات المتداولة يكون صافي رأس المال العامل موجباً مما يشير إلى أن ذلك الجزء من الاستثمار في الأصول المتداولة تم تمويله بالتزامات طويلة الأجل. أما صافي رأس المال السالب فهو الجزء من الأصول الثابتة الذي تم تمويله عن طريق المطلوبات المتداولة، وتكمن أهمية صافي رأس المال العامل في استخدامه من قبل الدائنين لمعرفة ملاءة المركز المالي للشركة ومقدرتها على الوفاء بالتزاماتها عند موعد الاستحقاق (Singh and Kumar, 2001).

ويمكن تقسيم الموجودات المتداولة إلى نوعين، موجودات متداولة دائمة (Permanent Current Assets) وموجودات متداولة مؤقتة (Temporary Current Assets). يقصد بالموجودات المتداولة الدائمة: الحد الأدنى من الموجودات المتداولة التي يجب أن تحتفظ بها الشركة في أي وقت بغض النظر عن التقلبات في المبيعات، أما الموجودات المتداولة المؤقتة: فهي الموجودات الإضافية اللازمة لتلبية التقلبات في المبيعات وهي تكون فوق المستوى المعتاد (Besley and Brigham, 2008).

2.4.2 إدارة رأس المال العامل

يُ قصد بإدارة رأس المال العامل أنّها عملية يتم من خلالها إدارة الأصول والالتزامات المتداولة للشركة، وتمويل الأصول المتداولة بشكل يعمل على زيادة ثروة حاملي الأسهم، حيث يعد الهدف من إدارة رأس المال العامل، هو الحفاظ على المستوى المناسب من رأس المال العامل، بشكل يحقق التوازن بين كل من هدفي السيولة والربحية، لتعظيم قيمة الشركة (Gill, 2011). فالشركة التي لديها مقدار عال من السيولة تكون أكثر قدرة على مواجهة الصعوبات المالية، إلّا أنها فهي تحقق أرباحاً أقل من الشركات التي لديها سيولة منخفضه مما يتعارض مع هدف الربحية (Besley and Brigam, 2008)، أما الشركات التي تهتم بتحقيق مقدار عال من الربحية من أجل زيادة نمو استثماراتها والحفاظ على سمعتها، فيجب عليها أن تستثمر في أصول أقل سيولة، كونها تحقق عائداً أكبر للشركة، وهذا بدوره يحمل الشركة أخطاراً عدة، فيصعب على الشركة الوفاء بالتزاماتها ويوقعها في العسر المالي. لذلك فإن هدفي السيولة والربحية متعارضان، فتحقيق أحدهما يكون على حساب الآخر(Gitman, 2009).

ولتحقيق إدارة فاعلة لرأس المال العامل، يجب على الشركة أن توجه اهتماماتها إلى الحسابات المدينة (Account Seceivable)، والمخزون (Inventory)، والنقد (Cash)، والأوراق المالية قصيرة الأجل (Marketable Securities)، بالإضافة إلى الذمم الدائنة (Account Payables). سوف نستعرض في الجزء التالي هذه العناصر بمزيد من التفصيل.

الحسابات المدينة Account Receivable

تظهر الحسابات المدينة عندما تقوم الشركة ببيع بضاعة أو تقديم خدمة على الحساب. واعتمادا على شروط الدفع، فقد تحصل الشركة النقد خلال أسبوع أو شهر. ويمكن للشركة إدارة الحسابات المدينة عن طريق إدارة الائتمان، وتحليل الائتمان وسياسات التحصيل. وعلى سبيل المثال، فإن تحسين كفاءة

التحصيل، يؤثر بشكل إيجابي في رأس المال العامل، في حين أنه إذا كانت سياسة التحصيل صارمة وعدائية فهي توثر في مبيعات الشركة، ويمكن أن تخلق صراعا بين المبيعات وعملية التحصيل (Brealey *et al*., 2006).

إدارة المخزون Inventory Management

إعتمادا على نشاط الشركة في التصنيع، فإن المخزون يمكن أن يحتوي على عدة مكونات كالمواد الأولية، (Raw Materials) والبضاعة تحت التصنيع (Work in Progress)، والبضاعة المتاحة للبيع (Finished Good). حيث تحفتفظ به الشركة لتلبية الاحتياجات اليومية لمتطلبات العملاء والإنتاج.

إن عملية إدارة المخزون تعد من المهام الشاقة التي تتطلب المواءمة بين المبيعات ورأس المال. فعندما تكون مستويات المخزون منخفضة جدا، فإنّ الشركة قد تفوت فرصة بيع عند زيادة الطلب على منتجاتها، أو أنها قد تكون غير قادرة على توفير السلع في الوقت المحدد، وهذا يؤدي بالشركة إلى فقدان زبائنها، واللجوء إلى منتجات لشركات أخرى منافسة (Brealy *et al*., 2006) وتحملها تكاليف نفاد المخزون: ويقصد بذلك تكاليف إعادة ترتيب المواد وتكاليف التوصيل، ومن ناحية أخرى فإن الزيادة في مستويات المخزون تؤدي إلى زيادة تكاليف التخزين Carrying Cost: ويقصد بها جميع التكاليف المتعلقة بإحتواء المخزون لفترة زمنية معينة، فكلما زادت هذه الفترة زادت تكاليف التخزين (Moyer *et al*., 2009).

إن قدرة الشركة على الاستجابة لمتطلبات السوق تعتمد إلى حد كبير على مدى كفاءة إدارة المخزون، وسرعة استجابة الموردين في توريد مواد الإنتاح، البيع أو تقديم الخدمات. وهكذا، فإن العلاقات الوثيقة مع الموردين أمر مهم جدا في ظل تذبذب متطلبات السوق (Bowersox *et al*., 2003).

إدارة النقد Cash management

يعود مصطلح النقد إلى كل ما تمتلكه الشركة من موارد مالية يمكن استخدامها بشكل فوري، وتكون إّما على شكل عملة نقدية أو حسابات جارية. لذلك يعد النقد أكثر الأصول سيولة في الشركة. ويرى (Besley and Brigham, 2008) أن هنالك عدة دوافع تدعو للاحتفاظ بالنقد وهي :

- المبادلة (Transaction): وهو النقد الذي تحتفظ به الشركة للمعاملات اليومية من دفع ثمن شراء بضاعة أو بدل تقديم خدمة.
- الطوارئ (Precautionary): وهو النقد الذي تحتفظ به الشركة لمواجهة أي تقلبات عشوائية غير متوقعة.
- المضاربة (Speculation): وهو النقد الذي تحتفظ به الشركة للاستفادة من مزايا الصفقات التي يمكن أن تحدث في أي وقت في المستقبل.

وكما أشار Horne and Wachowicz (2008) فإن إدراة النقدتُعنى بجمع النقد وتوزيعه واستثماره بكل كفاءة، ويرى أن إدارة النقد تحتاج إلى خطة مالية تتضمن أهداف واحتياجات وجود النقد حيث يتوجب على إلادارة الالتزام بالخطة وتنفيذها بشكل كامل، وفي حال تغير مصادر النقد أو احتياجاته يتم تعديل هذه الخطة للوصول إلى الوضع الأمثل. باعتبار أن النقد من الأصول التي لا تحقق عائدا للشركه، فإنه يتوجب على المدير تخفيض كمية النقد قدر المستطاع عن طريق استثماره في أصول تعود بالفائدة على الشركة، مع الأخذ بعين الاعتبار وجود كمية كافية لغايات الدفع للموردين، والمحافظة على التصنيف الائتماني، وتلبية الاحتياجات غير المتوقعة وذلك لضمان استمرارية عمليات الشركة التجارية (Nazir and Afza, 2009).

إدارة الذمم الدائنة Payables Management

يظهر حساب الذمم الدائنة (Account Payable) عند قيام الشركة بشراء بضاعة من شركة أخرى على الحساب. لذلك فقد تحتاج الشركة إلى الموافقة على إقامة علاقة أو شراكة مع مورديها، بما في ذلك وجود ترتيبات محددة فيما يخص شروط الائتمان، وتشمل شروط الائتمان: شروط الدفع، وفترة الائتمان، والخصم النقدي، وضمان القروض (Gitman, 2003). حيث تشير فترة الائتمان إلى أعلى حد من الأيام التي ينبغي أن يتم فيها السداد للموردين. أما الخصم النقدي فيمثل الحوافز الممنوحة للشركات للسداد المبكر (وتكون على شكل نسبة). أما عندما تكون هناك شكوك بالملاءة المالية للعميل وخطورة عالية لعدم السداد، فقد يتطلب الأمر من العميل توفير ضمانات من مؤسسات مالية. ففي ظروف العجز عن سداد الدين، يحق للمورد المطالبة بالضمان لتسوية الحسابات المتأخرة. ومع ذلك، فإن هذه الإجراءات يمكن أن تتغير بالاعتماد على شروط الائتمان (Darun, 2008).

إن تأخير السداد حتى نهاية الفترة المتفق عليها أو بعدها، يخلق كُلفة إضافية على المدى القصير، على الرغم من أن هذا يعطي الشركة فرصة إضافية لتمويل العمليات التجارية، وهو ما يلحق الضرر بسمعة الشركة الائتمانية، بالإضافة إلى خسارة الخصم النقدي (Brigham and Ehrhardt, 2008; Moyer *et al.,* 2009).

3.4.2 سياسات رأس المال العامل (Working capital policies)

إن سياسة إدارة رأس المال العامل هي استراتيجية تستخدمها الشركة لضمان سير العمليات بشكل يومّي (Brigham and Ehrhardt, 2008). فقد أشارت عدة دراسات (Nazir and Afza,2009; Weinraub and Visscher, 1998) إلى أن سياسة إدارة رأس المال العامل تعتمد على القرارات التمويلية والاستثمارية للشركة.

سياسات التمويل (Financing Policies)

يمكن تناول قرار تمويل رأس المال العامل بطريقتين: السياسة المغامرة أو السياسة المحافظة. ويقصد بالسياسة المغامرة: استخدام الشركة التمويل قصير الأجل للحصول على الأصول المتداولة (Brigham and Ehrhardt, 2008). وكما أشار Nazir and Afza (2009) فإن الشركة تتبنى سياسة التمويل المغامرة عندما تستخدم مستوى عالياً من المطلوبات المتداولة كنسبة مئوية من إجمالي المطلوبات، وهذا هو الحال في الشركات التي تواجه تقلبات موسمية في المبيعات، مثل شركات التجزئة التي لديها فترات الذروة في البيع، فعادة ما تحتاج هذه الشركات إلى الأموال لتجديد المخزون من أجل استمرارية البيع، وزيادة فرصة تحسين الأرباح، ويرافق مبيعات هذه الفترة مبيعات على الحساب مما يدعو إلى زيادة الذمم الدائنة في الشركة من أجل تعويض نقص البضاعة التي تم بيعها، وهذا بحد ذاته يتطلب رقابة فاعلة من قبل الإدارة (Brigham and Ehrhardt, 2008).

أما السياسة المحافظة فهي تقوم على تمويل جميع الموجودات الثابتة والمتداولة في الشركة بمصادر تمويل طويلة الأجل باستثناء جزءٍ يسيرٍ من رأس المال العامل المتقلب يتم تمويله بقروض قصيرة الأجل، وتعد هذه السياسة آمنة وأقل خطورة، لذلك فهي أقل ربحية مقارنة بالسياسة المحافظة (Brigham and Ehrhardt, 2008).

سياسات الاستثمار (Investing Policies)

هنالك ثلاثُ سياسات للاستثمار في الأصول المتداولة، وهي السياسة المحافظة (Conservative Policy)، والسياسة المغامرة (Aggressive Policy)، والسياسة المعتدلة (Moderate Policy)، ويقصد بالسياسية المحافظة (Conservative Policy) أنْ تحتفظ الشركة بمقدار عالٍ من الأصول المتداولة، أما السياسة المغامرة (Aggressive Policy) فهي أن تحتفظ الشركة بمستوى منخفض

من الأصول المتداولة، وأما السياسة المعتدلة (Moderate Policy) فهي التي تكون بين المغامرة والمحافظة (Besley and Brigham, 2008).

وفي حالة التأكد وهي الحالة التي يكون مقدار المبيعات، والتكاليف، وفترة السداد، وغيرها، معروفاً بشكل مؤكد لدى الشركة، فإن الشركة تتبنى سياسة العدائية، إذ تحفتظ بأقل مستوى من الموجودات المتداولة؛ ذلك لأن أي زيادة في حجم الموجودات المتداولة سيؤدي إلى زيادة الحاجة إلى التمويل الخارجي دون أي زيادة مقابلة في الأرباح. أّما في حال عدم التأكد فإن الصورة تكون مختلفة، ففي هذه الحالة ستتبنى الشركة سياسة محافظة، حيث ستحتاج إلى الحد الأدنى من النقد والمخزون اعتمادا على توقعات البيع، وتوقعات الدفع، وغيرها من التوقعات، بالإضافة إلى كميات إضافية أو مخزون إحتياطي، لكي تتمكن من مواجهة أي انحراف عما هو متوقع (Besley and Brigham, 2008).

4.4.2 دورة تحويل النقد (Cash Conversion Cycle)

تعُدُّ دورة تحويل النقد (Cash Conversion Cycle) مقياساً رئيسياً لتحديد الكفاءة في إدارة رأس المال العامل، حيث تعّرف بأنها "الفترة الزمنية التي تبدأ بالدفع لشراء المواد الخام من أجل تصنيع المنتجات، وتنتهي بتحصيل الحسابات المستحقة المرتبطة بعملية بيع المنتج" (Besley and Brigham, 2008 : P. 576). ويمكن حساب دورة التحويل إلى النقدية، وفقا للصيغة التالية:

دورة التحويل إلى نقدية (CCC) = متوسط فترة التحصيل + متوسط دوران المخزون (بالأيام) – متوسط فترة الدفع

إن السياسات المتعلقة بإدارة دورة التحويل النقدي يمكن أن تؤثّر بشكل واضح في ربحية الاستثمار في رأس المال العامل وسيولته وحجمه، وحجم الاستثمار في رأس المال العامل. فكلما كانت دورة التحويل إلى نقدية قصيرة كان ذلك أفضل؛ لأن حاجة الشركة إلى رأس المال العامل تكون أقل، مما يقلل من

احتياجات التمويل من الخارج وبذلك تقل تكاليف الاقتراض (Uyar, 2009). كما أن سيولة الشركة تتأثر بطول دورة التحويل إلى النقدية، فكلما كانت الدورة أقصر استرجعت الشركة أموالها بشكل أسرع، مما يجعل الشركة أقل عرضة لأزمة السيولة النقدية، والعكس صحيح (Soenen, 1993).

وقد اقترح Besley and Brigham (2008) عدة آليات من أجل تقصير فترة التحويل إلى النقدية منها:

- تخفيض متوسط فترة دوران المخزون عن طريق إنتاج البضاعة وبيعها بشكل أسرع.
- تقليص فترة تحصيل المستحقات عن طريع التعجيل في الجمع.
- إطالة فترة جمع الذمم الدائنة عن طريق التباطؤ في الدفع.

5.2 العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وكفاءة إدارة رأس المال العامل

تعد الإدارة الفاعلة لرأس المال العامل أمرا ضروريا لمعظم الشركات، نظرا لتأثيرها الواضح والمباشر في كل من هدفي السيولة والربحية. وتتعلق إدارة رأس المال العامل بالموجودات والمطلوبات المتداولة، فهي تستأثر بأهمية بالغة في البحوث والدراسات المالية؛ وذلك لاستحواذ الموجودات المتداولة على أكثر من نصف إجمالي الموجودات في الشركات الصناعية وشركات التوزيع Raheman and Nasr, 2007).

والهدف من إدارة رأس المال العامل هو الحفاظ على المستوى المناسب من رأس المال العامل بشكل يحقق التوازن بين كل من هدفي السيولة والربحية (Gill, 2011)، إذ يتولى أعضاء مجلس الادارة والمدير التنفيذي مسؤولية صياغة السياسات المتعلقة بإدارة النقد، والذمم المدينة، وشراء البضاعة، والذمم الدائنة، لذا فإن سوء السياسات المتعلقة بإدارة رأس المال العامل تؤثر بشكل سلبي في دورة حياة النقد (Gill and Shah, 2012). كما يؤدي الاحتفاظ بنسب زائدة من الموجودات المتداولة في

الشركة إلى تحقيق عوائد غير مجزية على مجموع الاستثمارات قصيرة الأجل (Horne and Wachowicz, 2008). وقد أشار Jensen (1986) إلى أن الزيادة في التدفقات النقدية الحرة Free cash flow تعد مصدرا لحدوث تضارب في المصالح بين كل من حاملي الأسهم والمديرين، ذلك لاعتقاد حاملي الأسهم أن المديرين يستغلون موارد الشركة لمصالحهم الشخصية، فتنقل الثروة إليهم مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الوكالة في الشركة.

كما أن احتفاظ الشركة بموجودات متداولة قليلة نسبيا يجعلها أكثر عرضة للصعوبات والمشكلات المالية، وربما إخفاقات في إدارة عملياتها التشغيلية بصورة أكثر سلاسة، ومن ثم تراجع قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية قصيرة الأجل، وزيادة تعرضها إلى مخاطر السيولة (Horne and Wachowicz, 2008).

ونظرا لأهمية مجلس الإدارة والمدير التنفيذي في إدارة رأس المال العامل، فقد جاء الاهتمام بمعايير الحاكمية المؤسسية كأحد الضوابط في رفع كفاءة إدارة موارد الشركة؛ وذلك لأن عدم فاعلية سياسات إدارة رأس المال العامل تنتج عن ضعف تطبيق معايير الحاكمية المؤسسية وهي التي توثر سلبا في ثروات حاملي الأسهم (Gill and Biger, 2012).

وبشكل عام فإن تطبيق معايير الحاكمية المؤسسية يساعد في تحقيق الأهداف القصيرة، والمتوسطة، وطويلة الأجل للشركة، مما يعود بالفائدة على أصحاب المصالح Achchuthan and Kajananthan (2013)، حيث إنّ تطبيق الحاكمية المؤسسية بشكل فاعل يزيد كفاءة إدارة رأس المال العامل، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق الأهداف قصيرة الأجل، باعتبار أن إدارة رأس المال العامل مسألة حيوية بالنسبة للقرارات المالية في الشركة، كونها تؤثر بشكل مباشر في السيولة والربحية. علاوة على ذلك فإن الإدارة المثلى لرأس المال العامل تسهم بشكل إيجابي في رفع القيمة السوقية للشركة (Bagchi and Khamrui, 2012)، ولذلك فإنّ كل منظمة سواء كانت ربحية أو

غير ربحية وباختلاف حجمها أو طبيعة النشاط الذي تمارسه، يجب أن تحتفظ بكمية مناسبة من رأس المال العامل لديها (Raheman *et al*., 2010). ويرى Achchuthan and Kajananthan (2013) أنه يجب على الشركات الصناعية أن تتخذ الإجراءات اللازمة للحصول على أفضل مستوى من الكفاءة في إدارة رأس المال العامل، خاصة مع ظهور مفهوم العولمة، وذلك من خلال تطبيق معايير الحاكمية المؤسسية.

الفصل الثالث

الدراسات السابقة وتطوير الفرضيات

1.3 المقدمة

2.3 الدراسات السابقة

3.3 ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

4.3 تطوير الفرضيات

الفصل الثالث

الدراسات السابقة وتطوير الفرضيات

1.3 المقدمة

يهدف هذا الفصل الى مراجعة العديد من الدراسات التي بحثت في موضوع الحاكمية المؤسسة وأثرها في كفاءة إدارة رأس المال العامل، حيث تّم ترتيب هذه الدراسات وفقاً للتسلل الزمني، وتم فصل الدراسات المتعلقة بالدول النامية عن الدراسات المتعلقة بالدول المتقدمة، واستنادا إلى تلك الدراسات، تم بناء فرضيات الدراسة.

2.3 الدراسات السابقة

1.2.3 الدراسات المتعلقة بالدول النامية

- دراسة Isshaq *et al.* (2009) بعنوان:

"Corporate Governance, Ownership Structure, Cash Holding, and Firm Value on the Ghana Stock Exchange"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين كل من الحاكمية المؤسسية، وهيكل الملكية، والموجودات النقدية، وقيمة الشركة في غانا. وقد تم الحصول على بيانات الدراسة من بورصة غانا خلال الفترة 2001-2007. حيث تم قياس الحاكمية المؤسسية من خلال حجم مجلس الإدارة، واستقلالية ذلك المجلس، وتم قياس هيكل الملكية من خلال نسبة ملكية المديرين والموظفين، أما الموجودات النقدية فقد تم قياسها من خلال الأرصدة الموجودة في التقارير المالية. ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغيرات. وتوصلت الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين زيادة الموجودات النقدية وقيمة الشركة.

- دراسة .Raheman *et al* (2010) بعنوان:

"Working Capital Management and Corporate Performance of Manufacturing Sector in Pakistan"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر إدارة رأس المال العامل في أداء الشركة في باكستان. وقد تم تطبيق الدراسة على عّينة تكونت من ٢٠٤ شركة صناعية مدرجة في بورصة كراتشي للأوراق المالية خلال الفترة بين 1998-2007، حيث تم استخدام صافي الربح التشغيلي (NOP)مقياساً لأداء الشركة. أما إدارة رأس المال العامل فقد تم تمثيلها بالمتغيرات التالية: متوسط فترة التحصيل (ACP)، ومعدل دوران المخزون (ATID)، ومتوسط فترة السداد (APP)، ودورة التحويل إلى نقدية (CCC). وقد وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين كل من (متوسط فترة التحصيل، ومعدل دوران المخزون، ومتوسط فترة السداد)، وصافي الربح التشغيلي. إضافة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الدين والربحية. ووجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة والربحية.

- دراسة Palombini and Nakamura (2012) بعنوان:

"Key Factors in Working Capital Management in the Brazilian Market"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أهم العوامل المؤثرة في إدارة رأس المال العامل في البرازيل. وقد تم تطبيق الدراسة على عينة مكونة من ٩٣ شركة صناعية مدرجة في بورصة ساوباولو خلال الفترة 2001-2008. حيث تم قياس الحاكمية المؤسسية من خلال ثلاثة أبعاد وهي: نسبة تركز الملكية، ونسبة استقلالية مجلس الإدارة، ومجموع تعويضات مجلس الإدارة المتعلقة بالربح، أما رأس المال العامل، فقد تّم قياسه من خلال دورة تحويل النقد (CCC)، وفترة الاحتفاظ بالمخزون (Inventory Conversion Period)، وفترة تحصيل الذمم المدينة (Receivables Collection Period)،

وفترة سداد الذمم الدائنة (Payable deferral period). وقد توصلت الدراسة إلى أنه لا يوجد علاقة بين نسبة تركز الملكية، ونسبة استقلالية مجلس الإدارة، ومجموع تعويضات مجلس الإدارة المتعلقة بالربح، وإدارة رأس المال العامل.

- دراسة التميمي والقيسي (2012) بعنوان:

"أثر الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على رأس المال العامل وانعكاسهما على القيمة الاقتصادية المضافة: دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية"

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر الأدوات الداخلية لحوكمة الشركات في إدارة رأس المال العامل وانعكاس كل منهما على أداء الشركات في الأردن. وقد تم الحصول على بيانات الدراسة من بورصة عمان لعينة مكونة من 27 شركة صناعية خلال الفترة 2000–2010. وقد تم بناء مؤشر لقياس الحاكمية مكون من ثلاثة متغيرات وهي: ملكية أعضاء مجلس الإدارة، وحجم مجلس الإدارة، وملكية كبار المساهمين، أما فيما يتعلق برأس المال العامل فقد تم استخدام نسبة صافي رأس المال العامل. وقد تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغيرات. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين كل من ملكية مجلس الإدارة، وحجم مجلس الإدارة وصافي رأس المال العامل. كما توصلت أيضا إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأدوات الداخلية للحاكمية والقيمة الاقتصادية المضافة في ظل اختلاف صافي رأس المال العامل.

- دراسة Valipour *et al.* (2012) بعنوان:

"The Impact of Company Characteristics on Working Capital Management"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر خصائص الشركة في إدارة رأس المال العامل في إيران. وقد تم الحصول على البيانات من بورصة طهران لعينة مكونة من 83 شركة مدرجة خلال الفترة 2001-2010، وتم قياس خصائص الشركات من خلال المتغيرات التالية: التدفقات النقدية التشغيلية، والربحية، وحجم الشركة، نسبة السيولة، ونسبة التداول (Current Ratio)، ونسبة الدين، أما رأس المال العامل فقد تم قياسه باستخدام دورة حياة النقدية (CCC). ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغيرات. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين كل من الربحية، والتدفقات النقدية التشغيلية، وحجم الشركة، ونمو حجم المبيعات، ونسبة الدين، وإدارة رأس المال العامل.

- دراسة Achchuthan and Kajananthan (2013) بعنوان:

"Corporate Governance practices and Working Capital Management Efficiency: Special Reference to Listed Manufacturing companies in Sri Lanka"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر ممارسات الحاكمية المؤسسية على إدارة رأس المال العامل في سريلانكا. وقد تم الحصول على البيانات من بورصة كولومبو لعّينة مكونة من 25 شركة صناعية خلال الفترة 2007-2011. وقد تم قياس الحاكمية المؤسسية من خلال، حجم مجلس الإدارة، واجتماعات ذلك المجلس، وعدد لجانه، والجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة. أما رأس المال العامل فقد تم قياسه من خلال، دورة تحويل النقد (CCC)، ونسبة الأصول المتداولة إلى إجمالي الأصول، ونسبة الالتزامات المتداولة إلى إجمالي الأصول. ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين عدد لجان مجلس الإدارة ونسبة الالتزامات إلى إجمالي الأصول. كما وتوصلت الدراسة أيضا إلى

أنه لا توجد علاقة بين دورة حياة النقد، ونسبة الأصول المتداولة إلى إجمالي الأصول، وممارسات الحاكمية المؤسسية.

- دراسة Kamau and Basweti (2013) بعنوان:

"The Relationship between Corporate Governance and Working Capital Management Efficiency of Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange"

هدفت هذه الدراسة إلى فحص العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وكفاءة إدارة رأس المال العامل في كينيا. حيث تم الحصول على البيانات من بورصة نيروبي لعينة مكونة من ٤٢ شركة للفترة 2006-2012. وقد تم قياس الحاكمية المؤسسية من خلال، حجم مجلس الإدارة، واجتماعات ذلك مجلس، ومكافآته، وعدد لجانه، وفترة عمل المدير التنفيذي، والجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة. أما رأس المال العامل فقد تم قياسه باستخدام ثلاثة مؤشرات وهي: مؤشر الأداء (Performance Index)، ومؤشر الانتفاع (Utilization Index)، ومؤشر الكفاءة (Efficiency Index). وتوصلت الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من حجم مجلس الإدارة، وعدد اجتماعات ذلك المجلس، ومكافآته، وعدد لجانه، وفترة عمل المدير التنفيذي، والجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، وكفاءة إدارة رأس المال العامل.

- دراسة KhodaBakhshi *et al.* (2013) بعنوان:

"Impact of Corporate Governance on the Cash Holdings of the Firms Listed on the Tehran Stock Exchange"

هدفت هذه الدراسة الى معرفة أثر الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة من خلال المقارنة بين الشركات التي لديها نظام حاكمية قوي والشركات التي لديها نظام حاكمية ضعيف في إيران. وقد تم

الحصول على البيانات من بورصة طهران لعينة مكونة من 102 شركة مدرجة خلال الفترة 2005-2009. حيث تم قياس الحاكمية المؤسسية من خلال: الملكية المؤسسية، والجمع بين منصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الملكية المؤسسية وقيمة الشركة. وكذلك توصلت الدراسة الى أن الجمع بين منصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة يؤثر بشكل سلبي على قيمة الشركة.

- دراسة Wasiuzzaman and Arumugam (2013) بعنوان:

"Determinants of Working Capital Investment: A Study of Malaysian Public Listed Firms"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة محددات مستوى الاستثمار في صافي رأس المال العامل التشغيلي في ماليزيا. وقد تم الحصول على البيانات من بورصة كوالالمبور للأوراق المالية لعّينة مكونة من 192 شركة للفترة 2000-2007. ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد. حيث توصلت الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة، واستقلالية ذلك المجلس والاستثمار في صافي رأس المال العامل.

- دراسة Abbadi and Abbadi (2013) بعنوان:

"The Determinants of Working Capital Requirements in Palestinian Industrial Corporations"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العوامل التي تؤثر على رأس المال العامل في فلسطين، وقد تم الحصول على البيانات من بورصة فلسطين لعّينة مكونة من 11 شركة صناعية مدرجة خلال الفترة بين 2004-2011، حيث تم قياس كفاءة رأس المال العامل من خلال دورة تحويل النقد (CCC)، والتدفقات النقدية التشغيلية. ولتحقيق أهداف هذه الدراسة تم استخدام تحليل الارتباط المتعدد. وقد

توصلت الدراسة إلى أن الرافعة المالية وحجم الشركة يؤثران سلبا وبشكل مهم في متطلبات رأس المال العامل. كما أن دورة التحويل إلى نقدية (CCC)، والعائد على الأصول والتدفقات النقدية التشغيلية هي أحد أهم المحددات التي تؤثر بشكل إيجابي على متطلبات رأس المال العامل.

- دراسة AL-Dhamari and Ku Ismail (2014) بعنوان:

"An Investigation into the Effect of Surplus Free Cash Flow, Corporate Governance and Firm Size on Earnings Predictability"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الفائض من التدفقات النقدية الحرة على القدرة التنبؤية للأرباح، ومعرفة ما اذا كانت أدوات الحاكمية المؤسسية تعدل الأثر السلبي للتدفقات النقدية الحرة في القدرة التنبؤية للأرباح، وأخيراً معرفة مدى قدرة الحاكمية المؤسسية على تخفيف الفائض من التدفقات النقدية الحرة، وتحسين القدرة التنبؤية للأرباح بين الشركات الكبيرة والصغيرة في ماليزيا. وقد تم الحصول على البيانات من بورصة كوالالمبور للأوراق المالية لعينة مكونة من 660 شركة مدرجة خلال الفترة 2008–2009. وتّم بناء مؤشر لقياس الحاكمية المؤسسية مكون من أربعة متغيرات وهي: حجم مجلس الإدارة، واستقلالية ذلك المجلس، والجمع بين منصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، وملكية الإدارة. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين كل من التدفقات النقدية الحرة والقدرة التنبؤية للأرباح. كما وتوصلت أيضا إلى وجود علاقة ايجابية بين الملكية المؤسسية والقدرة التنبؤية للأرباح، وعلاقة عكسية بين الجمع بين منصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، والقدرة التنبؤية للشركة، وهذا في ظل ارتفاع التدفقات النقدية الحرة.

2.2.3 الدراسات المتعلقة بالدول المتقدمة

- دراسة Moussawi *et al.* (2006) بعنوان:

"Corporate working capital management: Determinants and Consequences"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العوامل والمحددات التي تؤثر على إدارة رأس المال العامل في الولايات المتحدة. وقد تّم الحصول على البيانات من قاعدة بيانات (Compustat and CRSP Data) خلال الفترة 1990–2004 لعّينة مكونة من 3155 شركة، حيث تم استخدام دورة تحويل النقد (CCC) لقياس كفاءة إدارة رأس المال العامل. وقد توصلت الدراسة إلى أن الإفراط في الاستثمار في رأس المال العامل يؤثر بشكل سلبي في قيمة الشركة. إضافة إلى أنه كلما زادت التعويضات الممنوحة للمدير التنفيذي أدى ذلك الى زيادة كفاءة إدارة رأس المال العامل.

- دراسة Harford *et al.* (2008) بعنوان:

"Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الحاكمية المؤسسية على الموجودات النقدية في أمريكا. وقد تّم الحصول على البيانات من قاعدة بيانات (Compustat) لعينة مكونة من 1872 شركة للفترة 1993–2004. وتّم قياس الحاكمية المؤسسية باستخدام خمسة متغيرات وهي: تركز الملكية، والملكية المؤسسية، وتعويضات الإدارة العليا، وحجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة. أما الموجودات النقدية فقد تّم قياسها باستخدام نسبة النقد إلى المبيعات. ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد. وقد توصلت الدراسة إلى أنه كلما كان هيكل الحاكمية المؤسسية قوياً قلَّ الاحتفاظ بالنقد.

- دراسة Gill and Mathur (2011) بعنوان:

"The Impact of Board Size, CEO Duality, and Corporate Liquidity on the Profitability of Canadian Service Firms"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر حجم مجلس الإدارة، والجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، وسيولة الشركة على ربحية الشركات الخدمية في كندا. وقد تم الحصول على البيانات من بورصة تورينتو لعينة مكونة من 75 شركة خدمية مدرجة للفترة 2008-2010. وقد تم قياس ربحية الشركة باستخدام نسبة صافي الدخل إلى المبيعات. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة وربحية الشركة. بالإضافة إلى أن هناك علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، وسيولة الشركة وحجم الشركة، والربحية.

- دراسة Gill and Shah (2012) بعنوان:

"Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة محددات الموجودات النقدية لدى الشركات في كندا. وقد تم الحصول على البيانات من بورصة تورينتو لعينة مكونة من 166 شركة مدرجة خلال الفترة 2008-2010. حيث تّم استخدام ثمانية متغيرات لقياس محددات الموجودات النقدية وهي: نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية، ونسبة التدفقات النقدية إلى صافي الأصول، ونسبة صافي رأس المال العامل إلى الأصول، والرافعة المالية، وحجم الشركة، وسياسة توزيع الأرباح، وحجم مجلس الإدارة، والجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين كل من، التدفقات النقدية، والرافعة المالية، وحجم مجلس الإدارة، والجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، والموجدات النقدية. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة القيمة السوقية إلي الدفترية، وصافي رأس المال العامل، وحجم الشركة، والموجودات النقدية.

- دراسة Gill and Biger (2013) بعنوان:

"The Impact of Corporate Governance on Working Capital Management Efficiency of American Manufacturing Firms"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الحاكمية المؤسسية على كفاءة إدارة رأس المال العامل في أمريكا. وتم الحصول على بيانات الدراسة من بورصة نيويورك للأوراق المالية لعّينة مكونة من 180 شركة صناعية خلال الفترة ما بين 2001–2009. وتّم بناء مؤشر لقياس الحاكمية مكون من أربعة متغيرات وهي، حجم مجلس الإدارة، ولجنة التدقيق، والجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، وفترة عمل المدير التنفيذي، أما رأس المال العامل فقد تم قياسه من خلال سبعة متغيرات وهي، الموجودات النقدية، والذمم المدينة، والمخزون، ودورة حياة النقد (CCC)، ونسبة السيولة، والذمم الدائنة، وكفاءة تحويل النقدية. ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد. وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة وكفاءة رأس المال العامل، وتوصلت أيضا إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين فترة عمل المدير التنفيذي وإدارة النقد. كما أن فترة عمل المدير التنفيذي، وازدواجية الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الادارة، ووجود لجنة التدقيق يؤثر بشكل إيجابي على كفاءة إدارة الحسابات الدائنة.

3.3 ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

جاءت هذه الدراسة لقياس أثر الحاكمية المؤسسية على كفاءة إدارة رأس المال العامل، وذلك بأخذ عدد من المتغيرات لقياس الحاكمية (حجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، والجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، ووجود لجنة التدقيق). كما تم قياس كفاءة إدارة رأس المال العامل من خلال دورة التحويل إلى النقدية (CCC)، ومتوسط فترة التحصيل (ARCP)، ومعدل

دوران المخزون (INVTO). وهي المتغيرات التي لم تتطرق إليها الدراسات السابقة في الأردن عند قياس الحاكمية المؤسسية بشكل مجتمع حسب علم الباحث.

ففي دراسة للتميمي والقيسي (2012) _على سبيل المثال_ تّم قياس الحاكمية المؤسسية بالاعتماد على ملكية كبار المساهمين، وحجم مجلس الإدارة، وملكية أعضاء مجلس الإدارة، أما رأس المال العامل فقد تم قياسه بالاعتماد على صافي رأس المال العامل. وفي دراسة أخرى أجراها(Gill and shah, 2012) بحثا من خلالها تأثير الحاكمية في احتواء النقد في الشركات الصناعية ذلك بالإضافة إلى العديد من الدراسات التي قاست أثر الحاكمية المؤسسية في كفاءة إدارة رأس المال العامل، لكن لم تأخذ هذه الدراسات كامل متغيرات هذه الدراسة الحالية، باستثناء دراسة Gill and biger (2012) فقد تشابهت فيها ثلاثة متغيرات للحاكمية المؤسسية هذه الدراسة، وهي: حجم مجلس الإدارة، والجمع بين منصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، ووجود لجنة التدقيق، واختلفت مع متغير واحد، وهو خبرة المدير التنفيذي.

وقد واعتمدت هذه الدراسة على التقارير المالية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية؛ وذلك لجمع البيانات التي تخص متغيرات الدراسة، وهو الأسلوب المتبع في معظم الدراسات، ولكن مع اختلاف الفترة الزمنية والعينة المستخدمة.

4.3 تطوير الفرضيات

حجم مجلس الإدارة (Board Size)

يـُعَدُّ حجم مجلس الإدارة من أهم العوامل التي تؤثر في كفاءة المجلس، (Lipton and Lorsch ,.1992; Yermack, 1996). ذلك لأنّ الزيادة في عدد أعضاء مجلس الإدارة يضاعف المشكلات المتعلقة بالاتصال والتنسيق بين أعضاء المجلس، ويقلل قدرة المجلس على رقابة أعمال الإدارة مما

يؤدي إلى مشكلة الوكالة الناتجة عن فصل الملكية عن الإدارة (Jensen, 1993). وكذلك تؤدي زيادة حجم المجلس إلى زيادة الاحتفاظ بالنقد (Gill and Shah, 2012). وقد وضع القانون الأردني حداً أدنى وحداً أعلى لعدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركات المساهمة العامة بحث لا يقل عدد أعضائها عن 5 أعضاء ولا يزيد عن 13 عضو (هيئة الأوراق المالية، ٢٠٠٧). وفي دراسة أجراها (2011) Gill and Mathur وجد علاقة سلبية بين حجم مجلس الإدارة وربحية الشركة. وبّين التميمي والقيسي (٢٠١٢) أنّ هناك علاقة إيجابية بين حجم مجلس الإدارة ورأس المال العامل.

وبناء على ما سبق تم صياغة الفرضيات البديلة التالية:

الفرضية الأولى: هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة ومتوسط فترة التحصيل.

الفرضية الثانية: هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة ومعدل دوران المخزون بالأيام.

الفرضية الثالثة: هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة ودورة تحويل النقد.

إستقلالية مجلس الإدارة (Board Independence)

يُ عرَّف العضو المستقل بأنه "عضو مجلس الإدارة الذي لا تربطه بالشركة، أو بأي من موظفي الإدارة التنفيذية العليا فيها، أو بأي شركة حليفة، أو بمدقق الشركة أي مصلحة مادية، أو أي علاقة غير تلك المتعلقة بمساهمته في الشركة، قد يتكون في ظلها شبهة بجلب أي منفعة سواء كانت مادية أو معنوية لذلك العضو قد تؤدي إلى التأثير في قراراته أو استغلاله لمنصبه في الشركة" (هيئة الأوراق المالية، ٢٠٠٧: ص٤). ويرى Fama and Jensen (1983) أنه كلما زادت استقلالية مجلس الإدارة، زادت كفاءة الرقابة على الإدارة مما يحقق مصالح الشركة، ويرى Wasiuzzaman and Arumngam

(2013) أن استقلالية مجلس الإدارة تزيد كفاءة الرقابة على الإدارة؛ مما يؤدي إلى تقليل دورة حياة النقد (CCC). وقد أوصى دليل قواعد حوكمة الشركات بأن يكون ثلث أعضاء مجلس الإدارة من الأعضاء المستقلين (هيئة الأوراق المالية، ٢٠٠٧).

وبناء على ما سبق تم صياغة الفرضيات البديلة التالية:

الفرضية الرابعة: هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين إستقلالية مجلس الإدارة ومتوسط فترة التحصيل.

الفرضية الخامسة: هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين نسبة إستقلالية مجلس الإدارة ومعدل دوران المخزون بالأيام.

الفرضية السادسة: هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين نسبة إستقلالية مجلس الإدارة ودورة تحويل النقد.

الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي (CEO Duality)

يؤدي الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي إلى التضارب في المصالح مما يؤدي إلى زيادة تكاليف الوكالة (Agency Cost)، وهذا يؤثر بشكل سلبي على أداء الشركة (Jensen and Meckling, 1976). فانفراد شخص واحد بعملية اتخاذ القرار والرقابة عليه يقلل كفاءة الرقابة على الإدارة (Fama and Jensen, 1983). ويرى Gill and Shah (2012) أن الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي يؤثر بشكل ايجابي في الاحتفاظ بالنقد (Holding Cash) وعلى النقيض من ذلك فإن الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة يحسن ربحية الشركة (Gill and Mathur, 2011). ويرى Gill and Biger (2012) أن الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي يزيد كفاءة رأس المال العامل. وقد نص دليل قواعد

الحاكمية المؤسسية للشركات الأردنية على أنه لا يجوز الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، وذلك لتجنب التضارب في المصالح (Conflict of Interest).

وبناء على ما سبق تم صياغة الفرضيات البديلة التالية:

الفرضية السابعة: هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين عدم الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي ومتوسط فترة التحصيل.

الفرضية الثامنة: هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين عدم الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي ومعدل دوران المخزون بالأيام.

الفرضية التاسعة: هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين عدم الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي ودورة تحويل النقد.

وجود لجنة تدقيق (Audit Committee)

تعتبر لجنة التدقيق أحدى اللجان التي أوصى قانون الشركات الأردني بتشكيلها؛ وذلك لمراقبة أداء الشركة بشكل عام، والادارة بشكل خاص، وقد نصّ دليل قواعد الحاكمية المؤسسية على أن يكون عدد أعضاء اللجنة بين 3-5، بحيث يكون 2 منهم على الأقل مستقلين. ويرى Kyereboah-Coleman (2007) أن استقلالية أعضاء لجنة التدقيق تحّسن كفاءة رأس المال العامل عن طريق تدقيقها على حسابات النقد، والحسابات المدينة، وحسابات المخزون، والحسابات الدائنة. وأشار Gill and Biger (2012) إلى أنّ هنالك علاقة إيجابية بين وجود لجنة تدقيق وكل من كفاءة إدارة الحسابات الدائنة، وكفاءة إدارة النقد.وقد أشارت الدراسات إلى أن تأثير لجنة التدقيق في إدارة الشركة يكون سلبياً ، وقد لا يكون لهذه اللجنة تأثير يـُذكر إذا ما كان أعضائها قليلي الخبرة (Fanta *et al.,* 2013).

وبناء على ما سبق تم صياغة الفرضيات البديلة التالية:

الفرضية العاشرة: هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين وجود لجنة تدقيق ومتوسط فترة التحصيل.

الفرضية الحادية عشر: هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين وجود لجنة تدقيق ومعدل دوران المخزون بالأيام.

الفرضية الثانية عشر: هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين وجود لجنة تدقيق ودورة تحويل النقد.

الفصل الرابع

منهجية الدراسة

1.4 المقدمة

2.4 مجتمع الدراسة وعينتها

3.4 مصادر جمع البيانات

4.4 متغيرات الدراسة

5.4 الأساليب الإحصائية المستخدمة

6.4 نماذج الدراسة

الفصل الرابع

منهجية الدراسة

1.4 المقدمة

تناولت الفصول السابقة استعراضا للإطار العام للدراسة والجوانب النظرية والدراسات السابقة، لذا يهدف هذا الفصل إلى عرض منهجية الدراسة بدءاً بتحديد مجتمع الدراسة وعينتها والمصادر الرئيسة للحصول على المعلومات، وأهم الاختبارات الإحصائية التي تم إجراؤها على هذه البيانات، كما سيتم عرض النموذج المتبع لاختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة وطرق قياس كل متغير بناء على ما جاء في الدراسات السابقة؛ وذلك لتحقيق الهدف الذي تسعى الدراسة لتحقيقه باختبار أثر الحاكمية المؤسسية في كفاءة إدراة رأس المال العامل.

2.4 مجتمع الدراسةوعينتُها

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، البالغ عددها في نهاية عام 2013 (69 شركة)، أما عينة الدراسة فتتكون من الشركات الصناعية المدرجة خلال الفترة 2011–2013 وتتوافر فيها الشروط التالية:

١. أن تكون الشركة مدرجة في بورصة عمان خلال فترة الدراسة.

٢. أن تتوافر التقارير المالية السنوية للشركة خلال فترة الدراسة.

بعد تطبيق هذه الشروط على الشركات، بلغت عينة الدراسة ٤٩ شركة صناعية أي ما نسبته ٧١% من مجتمع الدراسة.

3.4 مصادر جمع البيانات

تم الحصول على البيانات اللازمة لإجراء هذه الدراسة من التقارير المالية السنوية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، ومن دليل الشركات المساهمة العامة الموجود على موقع بورصة عمان، وكذلك تم الرجوع إلى قواعد البيانات والكتب والدراسات السابقة لتغطية الجانب النظري للدراسة.

4.4 متغيرات الدراسة

1.4.4 المتغيرات التابعة

تم قياس كفاءة إدارة رأس المال العامل من خلال ثلاثة متغيرات وهي:

- **متوسط فترة التحصيل (ARCP) Average Collection Period:**

يقصد بمتوسط فترة التحصيل تلك الفترة الزمنية الممتدة من تاريخ البيع حتى تاريخ تحصيل قيمة المبيعات الآجلة من المدينين (Besley and Brigham, 2008). ويمكن قياسها كالتالي:

$$\text{متوسط فترة التحصيل} = \frac{\text{متوسط الذمم المدينة}}{\text{الايرادات التشغيلية}} * ٣٦٥$$

تَستخدم الشركة عدد أيام التحصيل طريقةً لمعرفة مدى فاعلية سياساتها المتبعة فيما يتعلق بإدارة حساباتها المدينة، حيث يشير قصر فترة التحصيل إلى كفاءة الإدارة في عملية التحصيل، وإلى التشدد في منح الائتمان التجاري للزبائن. وبعكس ذلك، فإن طول فترة التحصيل يشير إلى التساهل في منح الائتمان التجاري وعدم قدرة الشركة على تحصيل الديون (Brealey *et al*., 2006).

- **معدل دوران المخزون بالأيام (INVTO) Inventory Turnover in Days:**

يشير معدل دوران المخزون إلى متوسط الفترة الزمنية اللازمة لتحويل المواد الأولية إلى منتجات متاحة للبيع، ومن ثم بيع تلك المنتجات، ويتم حساب معدل دوران المخزون (بالأيام) وفقاً للصيغة التالية (Raheman and Nasr, 2007):

$$\text{معدل دوران المخزون (بالأيام)} = \frac{\text{متوسط رصيد المخزون}}{\text{تكلفة البضاعة المباعة}} * ٣٦٥$$

وفي دراسة أجراها Deloof (2003) وجد أن هنالك علاقة عكسية بين عدد أيام الاحتفاظ بالمخزون وإجمالي الدخل التشغيلي، وهذا يفسر أن زيادة عدد أيام الاحتفاظ بالمخزون سببه قلة المبيعات؛ مما يؤدي إلى انخفاض الأرباح في الشركة.

- **دورة التحويل إلى النقدية (CCC) Cash Conversion Cycle:**

هي الفترة الزمنية التي تبدأ بالدفع لشراء المواد الخام من أجل تصنيع المنتجات، وتنتهي بتحصيل الحسابات المستحقة المرتبطة بعملية بيع المنتج (Besley and Brigham, 2008)، حيث يتم حسابها وفقا للصيغة التالية:

دورة التحويل الى النقدية (CCC) = متوسط فترة التحصيل + معدل دوران المخزون (بالأيام) – متوسط فترة السداد

وقد أشارت عدة دراسات من بيئات اقتصادية مختلفة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين دورة التحويل إلى النقدية (CCC) وربحية الشركة، مما يدل على أن قِصر دورة التحويل إلى النقدية (CCC) يعود بالفائدة على الشركة (Lazaridis and Tryfonidis, 2006).

2.4.4 المتغيرات المستقلة

- **حجم مجلس الإدارة (Board size)**

تم قياس حجم مجلس الإدارة في هذه الدراسة بعدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركة.

- **الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي (CEO Duality)**

تم قياس ازدواجية رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي بإعطاء قيمة واحد (1) للشركة التي يتم فيها الجمع بين المنصبين وقيمة صفر (0) للشركة التي لا يتم فيها ذلك الجمع.

- **استقلالية مجلس الإدارة (Board independence)**

تم قياس نسبة استقلالية مجلس الإدارة كالتالي:

$$\text{إستقلالية مجلس الإدارة} = \frac{\text{عدد الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة}}{\text{عدد أعضاء مجلس الإدارة}}$$

الأعضاء المستقلين هم الأعضاء الغير تنفيذيين في الشركة

- **وجود لجنة تدقيق (Audit committee)**

تم إعطاء القيمة واحد (1) في حال وجود لجنة تدقيق في الشركة، وقيمة صفر (0) في حال عدم وجود لجنة تدقيق.

3.4.4 المتغيرات الضابطة

- **حجم الشركة (Firm Size)**

يعد حجم الشركة من العوامل التي توثر في سيولة الشركة، وإدارة رأس المال العامل فيها، وذلك باعتبار أن الشركات الكبيرة لديها قوة أكبر على مفاوضة الموردين والعملاء من الشركات الصغيرة،

وذلك في ما يتصل بمقدار الخصم وطول فترة السداد وغيرها من الأمور (Deloof, 2003)، وقد توصلت دراسة .Jose *et al* (1996) إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين كل من حجم الشركة ودورة التحويل إلى النقدية (CCC)، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة Moss and Stine (1993) التي وجدت أن فترة التحويل إلى النقدية (CCC) في الشركات الصغيرة أطول منها في الشركات الكبيرة، كما وأن الشركات الصغيرة يكون فيها معدل أيام دوران المخزون ومعدل فترة التحصيل أعلى من الشركات الكبيرة، ومن جهة أخرى توصلت الدراسة إلى أن فترة السداد لدى الشركات الصغيرة هي أطول منها في الشركات الكبيرة.

ويشير .Berger *et al* (1997) إلى أن مشكلة الوكالة تزداد في الشركات الصغيرة؛ وذلك بسبب مشكلة عدم تماثل المعلومات، باعتبار أن الشركات الكبيرة تخضع لرقابة المساهمين والمحللين، فتكون أقل عرضة لمشكلة عدم تماثل المعلومات. وبناء على ما تقدم تتوقع الدراسة أن يكون لحجم الشركة أثر واضح في كفاءة إدارة رأس المال العامل.

وقد تم قياس حجم الشركة بناًء على اللوغاريتم الطبيعي لإجمالّي الأصول في نهاية الفترة المالية كما جاء في دراسة (Gill and Biger, 2012).

حجم الشركة= (إجمالي الأصول)log

- **نسبة الدين (Debt ratio)**

تُبين نسبة الدين على الأصول مدى استخدام الشركة للدَّينَ من أجل تمويل استثماراتها، ويفسر ارتفاع تلك النسبة قلة التمويل الداخلي لدى الشركة، بحيث تلجأ إلى تمويل عملياتها عن طريق التمويل الخارجي، وهذا بدوره يحد من قدرة الشركة على زيادة النقد المتأتي من رأس المال العامل (Jeng-Ren, *et al*., 2006)، ذلك لأنّ مع ازدياد نسبة الدين تزيد حاجة الشركة إلى النفقات النقدية

التشغيلية من أجل سداد ديونها أو تجديدها (Nwaeze *et al.,* 2006). وفي دراسة أجرها -Jeng Ren, *et al.* (2006) وجد أن هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة الدين وإدارة رأس المال العامل، وهذا يفّسر انخفاض رأس المال العامل في الشركة، مما يجبرها على أن تمّول عملياتها عن طريق التمويل الخارجي، مما يزيد من نسبة الدين في الشركة. ويتم حساب نسبة الدين وفقا للصيغة التالية:

$$\text{نسبة الدين} = \frac{\text{إجمالي الإلتزامات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

- **نسبة الربحية profitability**

يوضح العائد على الأصول كيفية استخدام إجمالي أصول الشركة في توليد الأرباح. ومن الجدير بالذكر أن لرأس المال العامل وعلاقته بالربحية أثر ذو حدين فعندما يكون مستوى الربحة عالياً يجعل الشركة أكثر قوة على مفاوضة الموردين والعملاء، مما يجعلها تستفيد من المزايا التنافسية لتحسين السيولة لديها (Shin and Soenen, 1998)، وكذلك فقد أشار Lazaridis and Tryfonidis (2006) إلى أن هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين كل من ربحية الشركة ودورة تحويل النقد.

من ناحية أخرى وجد Deloof (2003) أن لرأس المال العامل تأثير على ربحية الشركة، حيث إن زيادة مستوى الإستثمار يعنى مصادر تمويل أكثر وزيادة تكاليف الفرص البديلة بالنسبة للشركات. ويتم حساب العائد على الأصول كالتالي:

$$\text{العائد على الأصول} = \frac{\text{الأرباح قبل الفوائد والضريبة}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

- **النمو في المبيعات Sales Growth**

يرى .Jeng-Ren *et al* (2006) أن الشركات التي لديها معدل نمو مرتفع عادة ما تعطي المزيد من الاهتمام لإدارة رأس المال العامل عن طريق إطالة فترة السداد وتسريع تحصيل الذمم المدينة، وهذا بدوره يزيد كفاءة إدارة رأس المال العامل، ويرجع سبب ذلك إلى أن الشركات التي لديها نمو عال في المبيعات تزيد حاجتها من النقد وذلك من أجل زيادة الإنتاج وشراء المواد الأولية. ويتم قياس النمو في المبيعات كالتالي:

$$\text{النمو في المبيعات} = \frac{\text{مبيعات السنة الحالية} - \text{مبيعات السنة السابقة}}{\text{مبيعات السنة السابقة}}$$

5.4 الأساليب الإحصائية المستخدمة

لتحقيق أهداف الدراسة في معرفة أثر الحاكمية المؤسسية في كفاءة إدارة رأس المال العامل، تم استخدام برنامج (SPSS) لتحليل النموذج العملي المستخدم في هذه الدراسة. فقد تم استخدام أسلوب السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data)، حيث يمتاز هذا الأسلوب بأنه يأخذ بعين الاعتبار أثر العوامل الفردية وعامل الزمن عند تقديره لمعادلة الانحدار، فهو يتضمن خصائص كل من البيانات المقطعية (Cross Sectional Data) والسلاسل الزمنية (Time Series Data). وقد تم إجراء التحليلات الإحصائية التالية:

– الإحصاء الوصفي (Descriptive Statistics): مثل الحد الأدنى والحد الأعلى للقيم، والوسط الحسابي، والانحراف المعياري، بالإضافة إلى النسب المئوية والتكرارات للمتغيرات الوهمية (Dummy Variable).

– تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression Analysis)، وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى ((Ordinary Least Square (OLS)) لفحص العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، واختبار الفرضيات بالاعتماد على نموذج الدراسة. وفحص (F-Test) للتأكد من صلاحية بيانات الدراسة، ومدى ملاءمتها النموذج المستخدم.

– اختبار ((Variance Inflation Factor (VIF)) لفحص الارتباط بين متغيرات الدراسة والكشف عن مشكلة الارتباط الخطي (Multicollinearity).

6.4 نماذج الدراسة

تم استخدام ثلاثة نماذج للانحدار المتعدد حيث يتضمن كل نموذج منها أحد المتغيرات التابعة المستخدمة في التعبير عن إدارة رأس المال العامل، والمعادلات التالية تمثل هذه النماذج:

$$ARCP = \alpha + \beta_1 BS + \beta_2 CD + \beta_3 BI + \beta_4 AC + \beta_5 FS + \beta_6 DR + \beta_7 ROA + \beta_8 SG + \varepsilon \quad (1)$$

$$INVTO = \alpha + \beta_1 BS + \beta_2 CD + \beta_3 BI + \beta_4 AC + \beta_5 FS + \beta_6 DR + \beta_7 ROA + \beta_8 SG + \varepsilon \quad (2)$$

$$CCC = \alpha + \beta_1 BS + \beta_2 CD + \beta_3 BI + \beta_4 AC + \beta_5 FS + \beta_6 DR + \beta_7 ROA + \beta_8 SG + \varepsilon \quad (3)$$

حيث:

ARCP = متوسط فترة تحصيل الذمم المدينة

INVTO = معدل دوران المخزون بالأيام

CCC = دورة تحويل النقد

BS = حجم مجلس الإدارة

CD = الجمع بين منصبي رئيس مجلس الأدارة والمدير التنفيذي

BI = إستقلالية مجلس الإدارة

AC = وجود لجنة تدقيق

FS = حجم الشركة

DR = نسبة الدين

ROA = العائد على الأصول

SG = النمة في المبيعات

α = المعامل الثابت في نموذج الانحدار

β = معامل الانحدار ($\beta = 1, ...6$)

ε = معامل الخطأ

الجدول التالي يوضح المتغيرات المستخدمة في النماذج السابقة وطريقة قياسها.

الجدول رقم (1.4)
تعريف المتغيرات في نموذج الدراسة وطرق قياسها

المتغيرات	تعريف المتغير	طريقة القياس
ARCP	متوسط فترة التحصيل	$\frac{\text{متوسط الذمم المدينة}}{\text{الايرادات التشغيلية}} * ٣٦٥$
INVTO	معدل دوران المخزون (بالأيام)	$\frac{\text{متوسط رصيد المخزون}}{\text{تكلفة البضاعة المباعة}} * ٣٦٥$
CCC	دورة تحويل النقد	متوسط فترة التحصيل + متوسط دوران المخزون (بالأيام) – متوسط فترة السداد
BS (Board Size)	حجم مجلس الادارة	عدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركة
CD (CEO Duality)	الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي	تعطى الشركة قيمة واحد (1) إذا تم الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، وقيمة صفر (0) ما عدا ذلك.
BI (Board Independence)	استقلالية مجلس الإدارة	يقاس بنسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة.
AC (Audit Committee)	وجود لجنة تدقيق	تعطى الشركة قيمة واحد (1) في حال وجود لجنة تدقيق، وقيمة صفر (0) ي ما عدا ذلك.
FS (Firm Size)	حجم الشركة	log(اجمالي الأصول)
DR (Debt ratio)	نسبة الدين	$\text{نسبة الدين} = \frac{\text{إجمالي الإلتزامات}}{\text{إجمالي الأصول}}$
Return on Assets (ROA)	العائد على الأصول	$\frac{\text{الأرباح قبل الفوائد والضريبة}}{\text{إجمالي الأصول}}$
Sales Growth (SG)	النمو في المبيعات	$\frac{\text{مبيعات السنة الحالية – مبيعات السنة السابقة}}{\text{مبيعات السنة السابقة}}$

الفصل الخامس

النتائج واختبار الفرضيات

الفصل الخامس

النتائج ومناقشة الفرضيات

1.5 المقدمة

يتناول هذا الفصل أهم النتائج الإحصائية لاختبار تأثير الحاكمية المؤسسية على كفاءة إدارة رأس المال العامل، والمشاكل التي ممكن أن تتضمنها بيانات الدراسة، كما سيتم اختبار فرضيات الدراسة والأهداف المرتبطة بها.

2.5 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

يعرض هذا الجزء من التحليل نتائج الإحصاء الوصفي الذي تم إجراءه على بيانات الدراسة للفترة 2011–2013 والمتمثل في الوسط الحسابي، والإنحراف المعياري، والحدين الأعلى والأدنى لقيم متغيرات الدراسة، حيث يعرض الجدول رقم (5-1) وصف للمتغيرات المستمرة (Continuous Variables) بينما يعرض الجدول رقم (5-2) النسب المئوية والتكرارات للمتغيرات الوهمية (Dummy Variables).

1.2.5 وصف المتغيرات المستمرة

بالنظر الى المعلومات الواردة في الجدول رقم (1–5) والموجود في نهاية الفقرة، يلاحظ الآتي:

- بلغ المتوسط الحسابي لعدد أيام التحصيل (107.38) يوم، بينما كانت أدنى قيمة (8.12) يوم وأعلى قيمة (589) يوم، في حين بلغ الإنحراف المعياري لهذا المتغير (89.86) يوم مما يشير إلى أن هنالك اختلاف كبير في عدد أيام التحصيل بين شركات العينة، ويمكن تفسير ذلك الاختلاف بتنوع سياسات التحصيل المتبعة من قبل الشركات المبحوثة.

- بلغ المتوسط الحسابي لمعدل دوران المخزون (197.934) يوم، بينما كانت أدنى قيمة (12.68) وأعلى قيمة (898.58) يوم، في حين بلغ الإنحراف المعياري (143.456) يوم.

– وقد بلغ متوسط دورة تحويل النقد (218.81) يوم، حيث كانت أدني قيمة (180.85−) وأعلى قيمة (791.47)، في حين بلغ الإنحراف المعياري (176.86)، ويمكن الإشارة هنا إلى أنه كلما قلت دورة تحويل النقد كان ذلك أفضل للشركة، حيث تفسر القيمة السالبة إلى أن الشركة لديها القدرة على تحصيل النقد من المبعيات الآجلة بشكل سريع و/أو أنها تتبع أساليب تسرع من بيع المخزون و/أو أنها تأخر قدر الإمكان دفع ما عليها من إلتزامات من أجل إستغلال النقد في أمور تشغيلية أخرى، لكن بنفس الوقت، من الممكن أن تأثر هذه الأساليب بشكل سلبي على سمعة الشركة عندما تكون أكثر صرامة، مما يضعف العلاقة بين بينها وبين الموردين والدائنين وهذا بدورة يضر بسمعة الشركة على المدى الطويل.

– بلغ متوسط حجم مجلس الإدارة (7.68) عضوا، في حين كان الإنحراف المعياري (2.158)، وقد تراوحت أدنى وأعلى قيمة بين 3 إلى 13 على التوالي، وهذا يدل على أن الشركات الصناعية الأردنية تلتزم بقانون الحاكمية المؤسسية.

– أما متوسط نسبة إستقلالية مجلس الإدارة فقد بلغت (.8986)، بإنحراف معياري (.14293)، وقد تراوحت هذه النسبة بين (.33) كحد أدنى و(1) كحد أعلى. مما يشير بأن معظم الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان تلتزم بتعليمات الحاكمية الذي أوصي بأن يكون ثلث أعضاء مجلس الإدارة هم من الأعضاء المستقلين.

– أما متوسط حجم الشركات الصناعية الأردنية فقد بلغ (70,209,198.41) دينار أردني وبإنحراف معياري (208,206,480.126) دينار أردني؛ مما يشير إلى تفاوت كبير في أحجام الشركات المشكلة لعينة الدراسة، فقد بلغ إجمالي أصول أكبر شركة (1,223,269,000) دينار أردني، أما أصغر شركة فقد بلغ إجمالي أصولها (552,375) دينار أردني.

– بلغ متوسط نسبة الدين للشركات الصناعية الأردنية الممثلة في هذه الدراسة (.385) مما يعني أن الدين ليس هو الخيار الأول لدى الشركات الصناعية من أجل تمويل أنشطتها. وقد بلغ الإنحراف

المعياري لهذه الشركات (278.) وهذا يشير إلى أن هنالك تفاوت كبير في نسب الدين وهياكل رأس المال للشركات المبحوثة، حيث تراوحت هذه النسب بين (006.) كحد أدنى و(2.275) كحد أعلى.

– أما متوسط نسبة النمو في المبيعات فقد بلغت (0462.) وبانحراف معياري (4272.) وهذا يدل على تفاوت الفرص الإستثمارية بين الشركات الصناعية الأردنية ويجع السبب إلى اختلاف حجم الشركات، ودرجة ربحيتها.

-أخيراً بلغ متوسط العائد على الأصول (0263.) بانحراف معياري (1204.)، حيث تراوحت النسبة بين (841.) كأعلى حد و (452.-) كأدنى حد.

جدول رقم (5-1)

الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المستمرة

متغيرات الدراسة	الوسط الحسابي	الإنحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة
متوسط فترة تحصيل المدينون(ARCP)	107.3782	84.86036	8.12	589.00
معدل دوران المخزون بالأيام (INVTO)	197.9342	143.45558	12.68	898.58
دورة تحويل النقد (CCC)	218.8103	167.86030	-180.85	791.47
حجم مجلس الإدارة (BS)	7.68	2.158	3	13
إستقلالية مجلس الإدارة (BI)	.8986	.14293	.33	1.00
حجم الشركة (FS)	70209198.41	208206480.126	552375	1223269000
نسبة الدين (DR)	.38466	.278185	.006	2.275
العائد على الأصول (ROA)	.02625	.120425	-.452	.841
النمو في المبيعات (SG)	.04623	.427201	-.894	2.580

2.2.5 وصف المتغيرات الوهمية

بناء على النتائج الواردة في الجدول رقم (5−2) فإن:

_ ما نسبته (70.7%) من الشركات الصناعية الأردنية المكونة لعينة الدراسة يوجد بها لجان تدقيق و(29.3%) من الشركات لا يوجد بها لجان تدقيق، وهو ما يخالف قواعد الحاكمية المؤسسية الصادرة عن هيئة الأوراق المالية.

_ كما ويشير الجدول إلى أن ما نسبته (84.4%) من الشركات الصناعية الأردنية المكونة لعينة الدرسة لا يتم فيها الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي؛ مما يدل على أن هنالك نسبة عالية من الشركات تلتزم بقواعد الحاكمية المؤسسية التي أشارت إلى عدم الجمع بين المنصبين، ذلك لكي تكون قرارات مجلس الإدارة بعيدة عن التحيز وتخدم مصالح المساهمين.

الجدول رقم (5−2)

الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة الوهمية

المتغير		التكرار	النسبة المئوية (%)
وجود لجنة تدقيق (AC)	وجود لجنة تدقيق	104	70.7
	عدم وجود لجنة تدقيق	43	29.3
	المجموع	147	100.0
الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي (CD)	يتم الجمع بين المنصبين	23	15.6
	لا يتم الجمع بين المنصبين	124	84.4
	المجموع	147	100.0

3.5 تحليل الأرتباطات التبادلية بين المتغيرات المستقلة

لمعرفة مدى وجود مشكلة الإرتباطات المتعددة بين المتغيرات المستقلة (Multicollinearity) في نماذج الأنحدار المستخدمة في الدراسة، تم الإعتماد على إختبار VIF (Variance Inflation Factor) حيث يوضح هذا الأختبار الدرجة التي يرتبط بها كل متغير مستقل بالمتغيرات المستقلة الأخرى، وبصفة عامة إذا كان معامل VIF أقل من 10 فهذا يدل على غياب مشكلة الارتباطات المتعددة (Gujarati, 2013)، الجدول رقم (5-3) يوضح متوسط معامل VIF لنماذج الأنحدار الثلاثة المستخدمة في الدراسة وهي جميعها لا تعاني من مشكلة الارتباطات المتعددة، حيث كان معامل VIF في كل نموذج أقل وبدرجة ملحوظة من 10.

الجدول رقم (5-3)

نتائج إختبار (VIF)

Variance Inflation Factor (VIF)			
	النموذج الأول: المتغير التابع متوسط فترة التحصيل.	النموذج الثاني: المتغير التابع معدل دوران المخزون بالأيام	النموذج الثالث: المتغير التابع دورة تحويل النقد
حجم مجلس الإدارة	1.674	1.669	1.674
إستقلالية مجلس الإدارة	1.419	1.414	1.416
وجود لجنة تدقيق	1.351	1.347	1.352
ازدواجية رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي	1.185	1.185	1.184
حجم الشركة	1.397	1.354	1.400
نسبة الدين	1.324	1.340	1.334
النمو في المبيعات	1.111	1.099	1.123
العائد على الأصول	1.312	1.259	1.328
متوسط VIF	**1.35**	**1.33**	**1.35**

4.5 توزيع المتغيرات

إن أحد الافتراضات المهمة لاستخدام تحليل الانحدار المتعدد هو التحقق من أن المتغيرات المستمرة بما فيها المتغير التابع تتبع التوزيع الطبيعي (Normal Distribution). ولغرض التحقق من هذا الأمر فيما يتعلق بالمتغيرات المستمرة المستخدمة في نماذج الدراسة تم استخدام Kolmogorov-Smirnov Test الذي بينت نتائجه بأن المتغير التابع (في النماذج الثلاثة) والمتغير المستقل (أجمالي الأصول) تنحرف عن التوزيع الطبيعي عند مستوى دلالة إحصائية 5%. ولغرض التقليل من هذه المشكلة فقد تم تحويل هذه المتغيرات باستخدام اللوغاريثم (Log Transformation)، وقد أشارت نتائج Kolmogorov-Smirnov Test بعد التحويل بأن هذه المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعي عند مستوى دلالة إحصائية 5%.

5.5 تحليل الانحدار المتعدد واختبار الفرضيات

يستعرض هذا الجزء من الفصل نتائج تحليل الانحدار المتعدد الذي تم إجراؤه على بيانات الدراسة لاختبار تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، والتي تضمنت نتائج النماذج الثلاثة للمتغيرات التابعة (متوسط فترة التحصيل، ومعدل دوران المخزون بالأيام، ودورة تحويل النقد)، كذلك سيتم اختبار الفرضيات بناء على تلك النتائج وقبولها إذا كانت تدعم نفس الإتجاه وعند مستوى دلالة إحصائية أقل أو يساوي 10%. وقد تم إستخدام طريقة المربعات الصغرى (Ordinary Least Square) باعتباها من أفضل طرق التحليل المستخدمة لاختبار تأثير عدد من المتغيرات المستقلة على المتغير تابع، فهي تسمح للباحث بالسيطرة على العوامل المتعددة التي تؤثر على المتغير التابع في وقت واحد (Zainodin *et al.,* 2011).

1.5.5 النموذج الأول: المتغير التابع متوسط فترة التحصيل

يبين جدول رقم (4-5) نتائج تحليل الأنحدار المتعدد لأثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع متوسط فترة التحصيل، يلاحظ من الجدول أن نموذج الأنحدار المستخدم مهم إحصائيا حيث بلغت قيمة (F-Statistic) لهذا النموذج (4.013) وبدلالة إحصائية عند مستوى (0.01)، كذلك تشير نتائج تحليل الأنحدار الى أن المتغيرات المستقلة المستخدمة في النموذج تفسر ما نسبته (14.3%) من التغيرات في متوسط فترة التحصيل (ARCP) بين الشركات الممثلة في العينة، حيث بلغت قيمة (Adjusted R^2) في النموذج المستخدم ما نسبته (14.3%).

أما من حيث الأهمية النسبية للمتغيرات المستقلة فيلاحظ من الجدول (5–4) أن هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (5%) بين الجمع بين مصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي ومتوسط فترة التحصيل (ARCP)، مما يشير بأن الجمع بين المنصبين يزيد من عدد أيام تحصيل الذمم المدينة، بمعنى آخر أن الفصل بين المنصبين (رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي) يحسن من كفاءة إدارة الذمم المدينة، ويمكن تفسير ذلك بأن الفصل بين المنصبين يقلل من حدوث تضارب في المصالح كما ويساعد المجلس على القيام بمهامه الرقابية والإشرافية بشكل فعال، وكما تم الأشارة اليه سابقاً فإن هناك نصٌ واضحٌ في دليل قواعد الحاكمية المؤسسية يبين بأنه لا يجوز الجمع بين المصبين وذلك لتجنب تعارض المصالح باعتبار أن كل شخص له مهامه وبهذا يكون الفصل بين المنصبي له أثر إيجابي على فترة التحصيل. وفي هذا السياق أشار Brealy *et al.* (2006) أن قِصَر فترة التحصيل يدل على كفاءة الإدارة في عملية تحصيل الذمم المدينة وأيضا على كفاءة السياسات المتبعة في عملية التحصيل، وهذه النتيجة تتفق مع دراسة Gill and biger (2012).

الجدول رقم (4-5)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد

النموذج الأول: المتغير التابع متوسط فترة التحصيل	
المتغيرات المستقلة	المعامل Coefficient
الثابت (Intercept)	6.840 (.000)
حجم مجلس الإدارة (BS)	-.177 (.860)
إستقلالية مجلس الإدارة (BI)	-.524 (.601)
وجود لجنة تدقيق (AC)	.282 (.778)
الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي (CD)	2.237 (.027)**
حجم الشركة (FS)	-1.707 (.090)***
نسبة الدين (DR)	-1.361 (.176)
النمو في المبيعات (SG)	-2.859 (.005)*
العائد على الأصول (ROA)	-1.753 (.082)***
Adjusted R-Squared	**%**14.3
F-Statistic	4.013 (.000)

ذات دلالة إحصائية عند مستوى $(\alpha \leq 0.01)$
ذات دلالة إحصائية عند مستوى $(\alpha \leq 0.05)$
ذات دلالة إحصائية عند مستوى $(\alpha \leq 0.10)$

بالعودة الى جدول رقم (4-5) يلاحظ وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (1%) بين النمو في المبيعات ومتوسط فترة الدفع، في هذا السياق أشار Jeng-Ren et al., (2006) بأن

الشركات التي لديها معدل نمو مرتفع في المبيعات عادة ما تميل إلى تسريع تحصيل الذمم المدينة وإطالة فترة السداد الذمم الدائنة من أجل الحصول على أكبر قدر من النقد لعملية التصنيع وشراء المواد الأولية، وهذا بدوره يؤدي إلى كفاءة في إدارة رأس المال العامل لديها. أما بخصوص متغيرات النموذج الأخرى فيلاحظ وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية ولكن فقط عند مستوى (10%) بين حجم الشركة ومتوسط فترة التحصيل (ARCP)، وهذا يعني أنه كلما زاد حجم الشركة كلما كان هنالك كفاءة في إدارة الذمم المدينة والذي ينعكس بانخفاض فترة تحصيل الذمم المدينة، وممكن تفسير ذلك بأن الشركات الكبيرة تمتلك قوة وخبرة أكثر من الشركات الصغيرة في ما يخص إدارة الذمم المدينة، كذلك يلاحظ أيضا وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (10%) بين العائد على الأصول ومتوسط فترة التحصيل (ARCP)، وهذا يشير بوضوح ألى الأثر الأيجابي المتوقع بين ربحية الشركة مقاسة بهذا المتغير وكفاءة إدارة رأس المال العامل متمثلا بفترة بمتوسط فترة تحصيل المدينون. وفي ما يتعلق بباقي المتغيرات (حجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، ووجود لجنة تدقيق، ونسبة الدين) فلم يوجد لها أي تأثير على متوسط فترة التحصيل .

بناءا على النتائج السابقة يتم قبول **الفرضية السابعة:** التي تنص على أن هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين عدم الجمع بين المنصبين ومتوسط فترة التحصيل، ويتم رفض **الفرضية الأولى:** والتي تنص على أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة ومتوسط فترة التحصيل، وأيضا رفض **الفرضية الرابعة** والتي تنص على أن هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين نسبة إستقلالية مجلس الإدارة ومتوسط فترة التحصيل، **والفرضية العاشرة** والتي تنص على أن هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين وجود لجنة تدقيق ومتوسط فترة التحصيل.

2.5.5 النموذج الثاني: المتغير التابع معدل دوران المخزون (بالأيام)

يبين جدول رقم (5-5) نتائج تحليل الأنحدار المتعدد لأثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع معدل دوران المخزون(بالأيام)، يلاحظ من الجدول أن نموذج الأنحدار المستخدم مهم إحصائيا حيث بلغت قيمة (F-Statistic) لهذا النموذج (3.568) وبدلالة إحصائية عند مستوى (.001)، كذلك تشير نتائج تحليل الأنحدار الى أن المتغيرات المستقلة المستخدمة في النموذج تفسر ما نسبته (12.4%) من التغيرات في معدل دوران المخزون(بالأيام) (INVTO) بين الشركات المشمولة في العينة، حيث بلغت قيمة (Adjusted R^2) في النموذج المستخدم ما نسبته (12.4%).

وتشير النتائج إلى وجود علاقة إيجابة ذات دلالة إحصائية عند مستوى (10%) بين وجود لجنة تدقيق ومعدل دوران المخزون بالأيام، كما وهنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (1%) بين كل من حجم الشركة ومعدل النمو في المبيعات من جهة ومعدل دوران المخزون بالأيام من جهة أخرى عند مستوى ١% و ٥% على التوالي، أمافيما يتعلق بباقي المتغيرات وخصوصاً تلك المتغيرات التي تمثل الحاكمية المؤسسية فيلاحظ عدم وجود علاقة إحصائية مهمة إحصائيا بينها وبين معدل دوران المخزون بالأيام.

وبناًء على ما سبق يتم رفض **الفرضية الثانية:** والتي تنص على أن هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة معدل دوران المخزون بالأيام. وأيضا يتم رفض **الفرضية الخامسة:** التي تنص على أن هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين نسبة إستقلالية مجلس الإدارة ومعدل دوران المخزون بالأيام. **والفرضية الثامنة:** والتي تنص على أن هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين عدم الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي ومعدل دوران المخزون بالأيام، **والفرضية الحادية عشر:** التي تنص على أن هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين وجود لجنة تدقيق ومعدل دوران المخزون بالأيام.

الجدول رقم (5-5)

نتائج تحليل الإنحدار المتعدد

النموذج الثاني: المتغير التابع معدل دوران المخزون (بالأيام):	
المعامل Coefficient	**المتغيرات المستقلة**
8.860 (.000)	الثابت (Intercept)
-.870 (.386)	حجم مجلس الإدارة (BS)
-.693 (.490)	إستقلالية مجلس الإدارة (BI)
1.871*** (.063)	وجود لجنة تدقيق (AC)
.034 (.973)	الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي (CD)
-3.182** (.002)	حجم الشركة (FS)
-1.232 (.220)	نسبة الدين (DR)
-2.241** (.027)	النمو في المبيعات (SG)
-.238 (.812)	العائد على الأصول (ROA)
.124	**Adjusted R-Squared**
3.568 (.001)	**F-Statistic**

ذات دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \le 0.01$)
ذات دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \le 0.05$)
ذات دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \le 0.10$)

3.5.5 النموذج الثالث: المتغير التابع دورة تحويل النقد (CCC)

يبين الجدول رقم (5-6) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لأثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع دورة تحويل النقد، يلاحظ من الجدول أن نموذج الانحدار المستخدم مهم إحصائيا حيث بلغت قيمة (F-Statistic) لهذا النموذج (4.155) وبدلالة إحصائية عند مستوى (.001)، كذلك تشير نتائج تحليل الانحدار إلى أن المتغيرات المستقلة المستخدمة في النموذج تفسر ما نسبته (15%) من المتغيرات في دورة تحويل النقد (CCC) بين الشركات الممثلة في العينة، حيث بلغت قيمة (Adjusted R^2) في النموذج المستخدم ما نسبته (15%).

وتشير النتائج إلى وجود علاقة سلبية بين كل من حجم الشركة والعائد على الأصول من جهة ودورة تحصيل النقد من جهة أخرى عند مستوى 1% و 5% على التوالي، واتفقت هذه النتيجة مع Moss and stine (1993) و Uyar (2009). أما بالنسبة لباقي المتغيرات وخصوصا تلك المتغيرات التي تمثل الحاكمية المؤسسية فيلاحظ عدم وجود أي علاقة إحصائية مهمة إحصائيا بينها وبين دورة تحويل النقد.

وبناء على ما سبق يتم رفض **الفرضية الثالثة:** والتي تنص على أن هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصاية بين حجم مجلس الإدارة ودورة تحويل النقد. **والفرضية السادسة:** والتي تنص على أن هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين نسبة إستقلالية مجلس الإدارة ودورة تحويل النقد. **والفرضية التاسعة:** والتي تنص على وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين عدم الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي ودورة تحويل النقد. **والفرضية الثانية عشر:** التي تنص على وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين وجود لجنة تدقيق ودورة تحويل النقد.

الجدول رقم (5-6)

نتائج تحليل الإنحدار المتعدد

النموذج الثالث: المتغير التابع دورة تحويل النقد	
المتغيرات المستقلة	**المعامل** **Coefficient**
الثابت (Intercept)	4.296 (.000)
حجم مجلس الإدارة (BS)	.224 (.823)
إستقلالية مجلس الإدارة (BI)	.002 (.998)
وجود لجنة تدقيق (AC)	1.591 (.114)
الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي (CD)	1.643 (.103)
حجم الشركة (FS)	-3.697 (.000)*
نسبة الدين (DR)	-.862 (.390)
النمو في المبيعات (SG)	-2.380 (.019)*
العائد على الأصول (ROA)	-.090 (.929)

.150	**Adjusted R-Squared**
4.155 **(**.000**)**	**F-Statistic**

ذات دلالة إحصائية عند مستوى $(\alpha \leq 0.01)$
ذات دلالة إحصائية عند مستوى $(\alpha \leq 0.05)$
ذات دلالة إحصائية عند مستوى $(\alpha \leq 0.10)$

الفصل السادس

النتائج والاستنتاجات والتوصيات

1.6 المقدمة

6.2 أهم النتائج التي خلصت إليها الدراسة

6.3 أهم الاستنتاجات التي توصلت إليها الدراسة

6.4 التوصيات

الفصل السادس

النتائج والاستنتاجات والتوصيات

1.6 المقدمة

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الحاكمية المؤسسية على كفاءة إدارة رأس المال العامل لعينة مكونة من 49 شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2011–2013، حيث تم استخدام تحليل الأنحدار المتعدد لتحديد أهمية متغيرات الدراسة المستقلة وبشكل خاص المتغيرات التي استخدمت للتعبير عن الحاكمية المؤسسية، ومن ثم تم اختبار فرضيات الدراسة، ويهدف هذا الفصل إلى عرض أهم النتائج التي خلصت إليها الدراسة، إضافة إلى ما توصلت إليه من استنتاجات وتوصيات.

2.6 أهم نتائج الدراسة

1.2.6 نتائج متعلقة بمتغيرات الحاكمية المؤسسية

1- وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، ومتوسط فترة تحصيل الذمم المدينة، مما يعني أن الفصل بين المنصبين يزيد من كفاءة إدارة الذمم المدينة.

2- وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصيائية بين وجود لجنة تدقيق ومعدل دوران المخزون بالأيام.

3- عدم وجود أي تأثير للمتغيرات المستقلة التالية (حجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، ووجود لجنة التدقيق) على متوسط فترة تحصيل الذمم المدينة.

4- عدم وجود أي تأثير للمتغيرات المستقلة التالية (حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، والجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي) أو المتغيرات التابعة التالية (نسبة الدين، والعائد على الأصول) على معدل دوران المخزون بالأيام.

5- عدم وجود أي تأثير للمتغيرات المستقلة التالية (حجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، و والجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، وجود لجنة التدقيق) أو المتغيرات التابعة التالية (نسبة الدين، والعائد على الأصول) على دورة تحويل النقد.

6- عدم وجود لجنة تدقيق في ما نسبته 29.3% من الشركات الصناعية الأردنية.

7- هنالك إزدواجية بين رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي فيما نسبته 15.6% من الشركات الصناعية الأردنية.

2.2.6 نتائج متعلقة بالمتغيرات الأخرى

1- وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة وكل من متوسط فترة التحصيل، ومعدل دوران المخزون بالأيام، ودورة تحويل النقد.

2- وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين نسبة النمو في المبيعات وكل من متوسط فترة التحصيل، ومعدل دوران المخزون بالأيام، ودوردة تحويل النقد.

3- وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول ومتوسط فترة التحصيل.

3-6 أهم الاستنتاجات التي توصلت إليها الدراسة:

بناءا على النتائج التي توصلت اليها الدراسة، فانه يمكن الخروج ببعض الاستنتاجات وذلك على النحو التالي:

1- وجدت الدراسة بأن الفصل بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي يعتبر من أهم العوامل التي تزيد من كفاءة إدارة الذمم المدينة، ويمكن تفسير ذلك بأن هذا الفصل يساهم بأن يقوم كل من رئيس مجلس الأدارة والمدير التنفيذي بالمهام الموكولة إليه وبذلك يقل التضارب في المصالح والذي بدوره ينعكس بشكل إيجابي على كفاءة إدارة الذمم المدينة.

2- يُعتبر حجم الشركة من أهم العوامل التي تؤثر في كفاءة إدارة رأس المال العامل، ويمكن تفسير ذلك أن الشركة الكبيرة تكون أكثر قوة وقدرة على مفاوضة الموردين والعملاء في ما يخص بفترات السداد والتحصيل، مما يزيد من كفاءة إدارة رأس المال العامل.

3- مع إزدياد نسبة النمو في المبيعات يزيد اهتمام الشركة برأس المال العامل وهذا متوقع، فالشركة تحاول أن تستفيد من النقد لشراء المواد الأولية وتصنيع كميات أكبر، وذلك بقيامها بتسريع تحصيل الذمم المدينة، وإطالة فترة السداد قدر المستطاع، مما يقلل من دورة تحصيل النقد، وهذا بدوره يزيد من كفاءة إدارة رأس المال العامل.

4.6 التوصيات

بناء على النتائج التي خلصت إليها الدراسة يمكن تلخيص أهم التوصيات بالنقاط التالية:

1- ضرورة وجود تشريعات تلزم الشركات الصناعية الأردنية على المزيد من الإمتثال في تطبيق قواعد الحاكمية المؤسسية فقد اشارت المعلومات الوصفية المتعلقة بشركات العينة بأن ما نسبته 15.6% من الشركات يتم فيها الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، كما وهنالك 29.3% من الشركات الصناعية لا يوجد بها لجنة تدقيق.

2- ضرورة أن تلتزم الشركات الصناعية الأردنية بعدم الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، لما في ذلك من آثار إيجابية على الشركة.

3- إيلاء المزيد من الإهتمام عند تشكيل لجان التدقيق، بأن يتوفر لدى أعضاؤها خبرة ومعرفة جيدة في الأمور المالية والمحاسبية.

4- زيادة الاهتمام بالسياسات الائتمانية، والعمل على خفض فترة الائتمان الممنوحة للعملاء.

5- وضع سياسات وخطط تؤدي إلى تخفيض مدة الاحتفاظ بالمخزون، مما يؤدي إلى تخفيض تكاليف التخزين.

6- إجراء المزيد من الدراسات الأردنية التي تأخذ بعين الإعتبار الجوانب والمتغيرات التي لم تتطرق إليها هذه الدراسة، والتي من الممكن أن تلقيمزيداً من الضوء على مشكلة الدراسة من وجهة نظر مختلفة، لذلك يقترح الباحث دراسة أثر الحاكمية المؤسسية على كفاءة إدارة رأس المال العامل، ولكن باستخدام متغيرات أخرى، كاستخدام نسبة الملكية المؤسسية، ونسبة ملكية مجلس الإدارة، وفترة عمل المدير التنفيذي كآليات لقياس الحاكمية المؤسسية، بالإضافة إلى استخدام نسبة السيولة ومستوى النقد لقياس مدى كفاءة إدارة رأس المال العامل.

قائمة المراجع

المراجع العربية

المراجع الأجنبية

المراجع العربية:

- البنك المركزي الأردني (2007)، "**دليل الحاكمية المؤسسية للبنوك الأردنية**" من الانترنت http://www.cbj.gov.jo.

- التميمي، ارشد فؤاد، والقيسي، أحمد فارس (2012)، "**أثر الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على رأس المال العامل وانعكاسهما على القيمة الاقتصادية المضافة: دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية**"، *مجلة العلوم الإقتصادية والإدارية*، 19(73)، ص.ص 166-**182**.

- دائرة مراقبة الشركات (1997)، "**قانون الشركات الأردني رقم 22 لسنة 1997 وتعديلاته**".

- دائرة مراقبة الشركات (2013)، "**دليل حوكمة الشركات الأردنية (شركات المساهمة الخاصة، الشركات ذات المسؤولية المحدودة، الشركات المساهمة غير المدرجة في البورصة)**".

- طريف، جليل (2003)، "**تعثر الشركات في بعض الدول العربية وأهمية تطبيق مبادئ الحوكمة**"، من مؤتمر لماذا تنهار بعض الشركات؟ التجارية الدولية والدروس المستفادة لمصر، مركز المشروعات الدولية الخاصة، من الإنترنت http://www.cipe-egypt.org.

- هيئة الأوراق المالية (2008)، "**دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان**" من الإنترنت http://www.sdc.com.jo.

المراجع الأجنبية:

-Abbadi, S. & Abbadi, R. (2013), **"The Determinants of Working Capital Requirements in Palestinian Industrial Corporations"**, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 5, No. 1, p.p. 65-77.

-Achchuthan, S. & Kajananthan, R. (2013), **"Corporate Governance practices and Working Capital Management Efficiency: Special Reference to Listed Manufacturing companies in SriLanka"**, *Journal of finance and accounting*, Vol.4, No.3, pp. 2222-1697.

-Bagchi, B. & Khamrui, B. (2012), **"Relationship between Working Capital Management and Profitability, A study of Selected FMGG Companies in India"**. *Business and Economic Journal*, Vol. 2012.

-Berger, P., Ofek, E. & Yermack, D. (1997), **"Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions"**, *Journal of Finance*, Vol. 52(4), pp. 1411-1438.

-Berle, A. & Means, G. (1932), **"The Modern Corporation and Private Property"**, Macmillan, New York.

-Besley, S. & Brigham, E. (2008), **"Essentials of Managerial Finance 14th ed."** *Thomson South-Western.*

-Bowersox, J., Closs, J., & Stank, P. (2003), **"How to Master Cross-Enterprise Collaboration"** *Supply Chain Management Review*, Vol.7, No.4, P.P.18-27.

-Brealey, R., Mayers, S. & Allen, F., (2006), **"Working Capital Management"** *Corporate Finance New York: McGraw Hill*, p.p. 813-832.

-Brigham, E. & Ehrhardt, M. (2008), **"Financial Management: Theory and Practice (12th ed.)".** *Mason, OH: Thomson South-Western.*

-Cadbury, S. (1992), **"Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance"**. *Gee Ltd. (Professional Publishing Ltd.), London.*

-Chorfas, D. (2002), **"Liabilities, Liquidity, and Cash Management Balancing Financial Risks**", *First edition, John Wiley & Sons. Inc*, New York.

-Coleman, A. & Biekpe, N. (2006), **"The Relationship between Board Size Composition, CEO Duality and Firm Performance"**. *Journal of Corporate Governance*. Vol. 6, p.p. 909-623.

-Connelly, j., Limpaphayom, p., & Nagrajan, N. (2012), **"Form Versus Substance: The Effect of Ownership Structure and Corporate Governance on Firm Value in Thailand"**, Journal of Banking and Finance Vol. 36 Iss.6 p.p. 1722-1743.

-Darun, M. (2008). **"The Determinants of Working Capital Management Practices: A Malaysian Perspective"**, *unpublished dissertation, Lincoln university, New Zealand.*

-Deloof, M. (2003), **"Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms"**. *J. Bus. Finance Accounting*, Vol. 30, pp. 573-588.

-AL-Dhamari, R. and Ku Ismail, K. (2014), **"An Investigation into the Effect of Surplus Free Cash Flow, Corporate Governance and Firm Size on Earnings Predictability",** *International Journal of Accounting and Information Management*, Vol. 22, No. 2, pp. 118-133.

-Droms, G and Wright, O. (2010), **"Financial and Accounting for Nonfinancial Managers"**. *Basic Books*, USA.

-Eun, C. & Resnick, B. (2009), **"International Financial Management"**, *McGraw-Hill Companies, Inc*., 1221, New York.

-Fama, E. & Jensen, M. (1983), **"Separation of Ownership and Control"**. *Journal of Law & Economics*, Vol. 26, p.p. 301-326.

-Fanta, A., Kemal, K. & Waka, Y. (2013), **"Corporate Governance and Impact on Bank Performance"**, Journal if Finance and Accounting, Vol. 1, Iss. 1, p.p. 19-26.

-Ferreira, M.A., & Vilela, A.S. (2004), **"Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries"**. *European Financial Management*, Vol. 10 NO. (2), p.p. 295-319.

-Filbeck, G. & Krueger, T. (2005), **"An Analysis of Working Capital Management Results across Industries"**. *American Journal of Business*, Vol. 20, p.p. 11 – 20.

-Ganesan, V. (2007), **"Analysis of Working Capital Management Efficiency in Telecommunication Equipment Industry".** *River Academic Journal*, Vol. 3, PP 1-10.

-Gitman, L. J. (2003), **"Principles of Managerial Finance (10th ed.)".** *Boston, MA: Pearson Eduction, Inc.*

-Gitman, L. (2009), **"Principles of Managerial Finance (12th ed.)"**. *Boston, MA: Pearson Prentice Hall.*

-Gill, A. (2011), **"Factors that Influence Working Capital Requirements in Canada"**. *Economics and Finance Review*, Vol. 1, No.3, P.P. 30-40.

-Gill, A. & Biger, N. (2013), **"The Impact of Corporate Governance on Working Capital Management Efficiency of American Manufacturing Firms"**. *Managerial Finance*, Vol. 39, No.2, PP 116-132.

-Gill, A. Biger, & N. mathur, N. (2010), **"The Relationship between Working Capital Management and Profitability"**. *Business and Economics Journal*, Vol. 10 p.p. 1-9.

-Gill, A. & Mathur, N. (2011), **"The Impact of Board Size, CEO Duality, and Corporate Liquidity on the Profitability of Canadian Service Firms"**, *Journal of Applied Finance and Banking*, Vol. 1 No. 3, pp. 83-95.

-Gill, A. & Shah, C. (2012), **"Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence From Canada"**, *International Journal of Economics and Finance,* Vol. 4, No. 1, pp. 70-9.

-Greenbury, S. (1995), **"Director's Remuneration"**. London: Gee Publishing Ltd.

-Gujarati, D. (2003), **"Basic Econometrics 4th Edition"**, *New York, McGraw Hill.*

-Harford, J. (1999), **"Corporate Cash Reserves and Acquisitions"**, *Journal of Finance*, Vol. 54 No. 6, pp. 1969-97.

-Harford, J., Mansi, S. and Maxwell, W. (2008), **"Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US"**, *Journal of Financial Economics*, Vol. 87 No. 3, pp. 535-55.

-Hayajneh, O. & Yassine, F. (2011), **"The Impact of Working Capital Efficiency on Profitability – an Empirical Analysis on Jordanian Manufacturing Firms"**, *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 66, p.p. 67-76.

-Hill, N., & Sartoris, W. (1992). **"Short-term Financial Management: Text and Cases (2nd ed.)"**. *New York, NY: Maxwell Macmillan International.*

-Horne, J., & Wachowicz, J. (2008), **"Fundamentals of Financial Management"**, *Thirteenth edition, Prentice Hall, London.*

-Isshaq, Z., Bokpin, G.A. & Onumah, J.M. (2009), **"Corporate Governance, Ownership Structure, Cash Holdings, and Firm Value on the Ghana Stock Exchange"**, *The Journal of Risk Finance*, Vol. 10 No. 5, pp. 488-99.

-Jeng-Ren, C., Li C., & W. Han-Wen, (2006), **"The Determinants of Working Capital Management"**. *Journal of American Academy of Business, Cambridge*, Vol. 10(1), pp. 149-155.

-Jensen, M., (1986), **"Agency Costs of the Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers"**. *American Economic Review.* Vol. 76, PP. 323–329.

-Jensen, M., (1993), **"The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems"**. *Journal of Finance,* Vol. 48, p.p 831—880.

-Jensen, M., & Mecklimg, W. (1976), **"Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure"**. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, PP. 305-360.

-Jose, M., Lancaster, C., & Stevens J. (1996), **"Corporate Returns and Cash Conversion Cycles"**. *Journal of Economics and Finance.* Vol. 20, Iss. 1, pp. 33-47.

-Kamau, M. & Basweti, A. (2013), **"The Relationship between Corporate Governance and Working Capital Management Efficiency of Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange".** *Research Journal of Financing and Accounting*, Vol.4, No.19, pp. 2222-2847.

-Kenny, G. (2005), **"Strategic Planning and Performance Management: Develop and Measure a Winning Strategy"**, *Elsevier Butterwoth-Heinemann, Oxford.*

-KhodaBakhshi, N. Yazdi, A., & Ardakani, M. (2013), **"Impact of Corporate Governance on the Cash Holdings of the Firms Listed on the Tehran Stock Exchange",** *International Journal of Advanced Studies in Humanities and Social Science,* Vol. 1, Iss. 6, p.p. 595-607.

- Kyereboah, A. (2007), "**Corporate Governance and Firm Performance in Africa: a Dynamic Panel Data Analysis**", *paper presented at the international conference on corporate governance in emerging market*, Sabanci University, Istanbul, Turkey, November.

-Lazaridis, I. & Tryfonidis, D. (2006), **"Relationship between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange"**. *Journal of Financial Management and Analysis*, Vol. 19, Issue (1), pp. 26-35.

-Lipton, M., Lorsch, W. (1992), **"A Modest Proposal for Improved Corporate Governance"**. *Business Lawyer,* Vol. 48, p.p. 59-77.

-Moss, J. & Stine, B. (1993), **"Cash Conversion Cycle and Firm Size: A study of retail firms"**. *Managerial Finance*, Vol. 19 Issue(8), pp. 25-34.

-Moussawi, R. LaPlante, M. Kieschnick, R. & Baranchuk, N. (2006). **"Corporate Working Capital Management: Determinates and Consequences"**.*Available:http://www.129.62.162.212/seminars/papers/cwcm_current.pdf, [Accessed 10- 10-2012].*

-Moyer, R., McGuigan, J., & Kretlow, W. (2009). **"Contemporary Financial Management (11 Ed.)"**. *Mason, OH: South-Western/Cengage Learning.*

-Myers, S. & Majluf, N. (1984), **"Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have"**. *In: Journal of Financial Economics*. Vol. 13, pp. 187-220.

- Nakamura, W. T., & Palombini, N. V. N. (2012) **"The Determinant factors of working capital management in the Brazilian Market ",** from http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75902012000100005&lng=en&nrm=iso. Vol. 52, p.p. 55-69.

-Nazir, M. S., & Afza, T. (2009), **"Working Capital Requirements and the Determining Factors in Pakistan".** *The Icfai Journal of Applied finance*, 15(4), 28-37.

-Nwaeze, E., Yang, S., & Yin, Q. (2006), **"Accounting Information and CEO Compensation: The Role of Cash Flow from Operations in the Presence of Earnings"**. *Contemporary Accounting Research*, 23(1), 227-265.

-OECD (1999), **"Principles of Corporate Governance"**, From: *Http://www.oecd.org*.

-OECD (2004), **"Principles of Corporate Governance"**, From: *Http://www.oecd.org*.

-OECD (2008), **"Principles of Corporate Governance"**, From: *Http://www.oecd.org*.

-Palombini, N., & Nakamura, W. (2012), **"Key Factors in Working Capital Management in the Brazilian Market"**. *Revista de Administration de Empesas*, Vol.52, Issue 1, pp.55.

-Palpacuer, F. (2006), **"Globalization and Corporate Governance: Issues for Management Researchers"**, *Society and Business Review*, Vol. 1 Iss. 1 pp. 45-61.

-Raheman, A., Afza, T., Qayyum, A., & Bodla, M. A. (2010), **"Working Capital Management and Corporate Performance of Manufacturing Sector in Pakistan"**. *Informational Research Journal of Finance and Economics*, Issue 47, p.p. 152-163.

-Raheman, A & Nasr, M (2007), **"Working Capital Management and Profitability – Case of Pakistani Firms"**, *International Review of Business Research Papers*, vol.3, no.1, pp279-300.

-Raheman, A., & Qayyum, A. (2010). **"Working Capital Management and Corporate Performance of Manufacturing Sector in Pakistan"**, 47(47).

-Rouf, M.A., (2011). **"The Relationship Between Corporate Governance and Value of the Firm in Developing Countries: Evidence from Bangladesh"**, *The International Journal of Applied Economics and Finance*, Vol. 5(3), pp. 237-244.

-Rutteman, P. (1993). **"Corporate Governance and the Auditors"**, Oxford: Clare don Press.

-Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). **"A Survey of Corporate Governance"**. *Journal of Finance*, Vol. 52(2), pp. 737-783.

-Shin, H., & Soenen, L. (1998)**. "Efficiency of Working Capital and Corporate Profitability".** *Financial Practice and Education,* Vol. 8 No. (2), p.p. 37-45.

-Singh, P., Davidson, W. (2003). **"Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms"**. *Journal of Banking and Finance, Elsevier*, Vol. 27 Iss. 5, P.P. 793-816.

-Singh, P. & Kumar, S. (2001)**. "Working Capital Management of H.P. State Cooperative M & C Federation"**. *Indian Co-operative Review*, Vol. 38 (3), p.p. 162-170.

-Soenen, L. A. (1993). **"Cash Conversion Cycle & Corporate Profitability"**. *Journal of Cash Management*, Vol. 13(4), p.p. 53-58.

-Uyar, A. (2009)**, "The Relationship of Cash Conversion Cycle with Firm Size and Profitability: An Empirical Investigation in Turkey"**, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 24, ISSN 1450-2887.

-Valipour, H., Moradi, J. & Farsi, F.D. (2012), **"The Impact of Company characteristics on working capital management"**. *Journal of Applied Finance and Banking,* Vol. 2 No. 1, p.p. 105-25.

-Wasiuzzaman, S., Arumugam, V., (2013), **"Determinants of Working Capital Investment: A Study of Malaysian PublicListed Firms"**, *Australasian Accounting Business and Finance Journal and Authors,* Vol. 7, NO. 2, pp. 49-70.

-Weinraub H. & S. Visscher (1998). **"Industry Practice Relating To Aggressive Conservative Working Capital Policies"**, *Journal of Financial and Strategic Decision* Vol. 11, No. 2, P.P. 11-18.

-Yermack, D. (1996), **"Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors"** *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, p.p. 185-211.

-Zainodin, H.J., A. Noraini, and S.J. Yap, (2011), **"An Alternative Multicollinearity Approach in Solving Multiple Regression Problem"**, *Trends in Applied Science Research*, Vol. 6 No. 11, p.p. 1241-1255.

-Zhang, L. (2007), **"Economic Consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002"**.*Journal of Accounting & Economics,* Vol. 44 Issue 1/2, pp 74-115.

قائمة الملاحق

الشركات التي تضمنها مجتمع الدراسة

الشركات التي تضمنتها عينة الدراسة

الملحق رقم (1)

الشركات التي تضمنها مجتمع الدراسة

رقم	أسم الشركة
1	الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية
2	الأردنية لإنتاج الأدوية
3	الحياة للصناعات الدوائية
4	فيلادلفيا لصناعة الأدوية
5	دار الدواء للتنمية والاستثمار
6	المركز العربي للصناعات الدوائية
7	المتكاملة للمشاريع المتعددة
8	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية
9	الصناعات البتروكيماوية الوسيطة
10	الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج
11	المتصدرة للأعمال والمشاريع
12	الصناعات الكيماوية الاردنية
13	العالمية للصناعات الكيماوية
14	الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو
15	الوطنية لصناعة الكلورين
16	الموارد الصناعية الأردنية
17	اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي
18	العربية للمشاريع الاستثمارية
19	مصانع الورق والكرتون الأردنية
20	الاقبال للطباعة والتغليف
21	الوطنية للدواجن
22	المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار
23	دار الغذاء
24	مصانع الزيوت النباتية الأردنية
25	الوطنية الأولى لصناعة وتكرير الزيوت النباتية

26	سنيورة للصناعات الغذائية
27	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها
28	الآلبان الأردنية
29	الاستثمارات العامة
30	القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية
31	العالمية الحديثة للزيوت النباتية
32	مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر
33	الإقبال للاستثمار
34	حديد الأردن
35	الوطنية لصناعات الالمنيوم
36	الاستثمارات والصناعات المتكاملة
37	الدولية لصناعات السيليكا
38	شركة الترافرتين
39	الوطنية لإنتاج النفط والطاقة الكهربائية من الصخر الزيتي
40	المتحدة لصناعة الحديد والصلب
41	رخام الأردن
42	سبأ لسكب المعادن
43	اسمنت الشمالية
44	العامة للتعدين
45	العربية لصناعة الالمنيوم/ارال
46	الوطنية لصناعة الصلب
47	مناجم الفوسفات الاردنية
48	مصانع الاسمنت الأردنية
49	البوتاس العربية
50	الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية
51	رم علاء الدين للصناعات الهندسية
52	العربية لصناعة المواسير المعدنية
53	القدس للصناعات الخرسانية
54	أساس للصناعات الخرسانية
55	الاردنية لصناعة الأنابيب

الجنوب لصناعة الفلاتر	56
الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو	57
الشرق الأوسط للكابلات المتخصصة/مسك_الأردن	58
العربية للصناعات الكهربائية	59
مصانع الكابلات المتحدة	60
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	61
الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	62
مجموعة العصر للاستثمار	63
اتحاد النساجون العرب	64
الألبسة الأردنية	65
مصانع الآجواخ الاردنية	66
عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية	67
الدولية للصناعات الخزفية	68
مصانع الخزف الأردنية	69

الملحق رقم (2)

الشركات التي تضمنتها عينة الدراسة

رقم	أسم الشركة
1	الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية
2	الأردنية لإنتاج الأدوية
3	الحياة للصناعات الدوائية
4	فيلادلفيا لصناعة الأدوية
5	دار الدواء للتنمية والاستثمار
6	المتكاملة للمشاريع المتعددة
7	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية
8	الصناعات البتروكيماوية الوسيطة
9	الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج
10	الصناعات الكيماوية الاردنية
11	العالمية للصناعات الكيماوية
12	الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو
13	الوطنية لصناعة الكلورين
14	الموارد الصناعية الأردنية
15	العربية للمشاريع الاستثمارية
16	مصانع الورق والكرتون الأردنية
17	الاقبال للطباعة والتغليف
18	دار الغذاء
19	مصانع الزيوت النباتية الأردنية
20	الآلبان الأردنية
21	الاستثمارات العامة
22	القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية
23	العالمية الحديثة للزيوت النباتية
24	مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر
25	الوطنية لصناعات الالمنيوم
26	الاستثمارات والصناعات المتكاملة

27	الدولية لصناعات السيليكا
28	شركة الترافرتين
29	المتحدة لصناعة الحديد والصلب
30	رخام الأردن
31	العامة للتعدين
32	العربية لصناعة الالمنيوم/ارال
33	الوطنية لصناعة الصلب
34	مناجم الفوسفات الاردنية
35	مصانع الاسمنت الأردنية
36	البوتاس العربية
37	الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية
38	رم علاء الدين للصناعات الهندسية
39	العربية لصناعة المواسير المعدنية
40	أساس للصناعات الخرسانية
41	الاردنية لصناعة الأنابيب
42	الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو
43	الشرق الأوسط للكابلات المتخصصة/مسك_الأردن
44	العربية للصناعات الكهربائية
45	مصانع الكابلات المتحدة
46	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية
47	اتحاد النساجون العرب
48	الألبسة الأردنية
49	حديد الأردن

Abstract

Moqbel, Rasmi Jamel. The Impact of Corporate Governance on the Efficiency of Working Capital Management of Manufacturing Firms Listed on Amman Stock Exchange,

Master Thesis in Yarmouk University, 2014.

Supervisor: Professor Mishiel Suwaidan

The aim of this study is to examine the impact of corporate governance on the efficiency of working capital management for a sample of (49) manufacturing companies listed on Amman Stock Exchange for the period 2011-2013. Corporate governance was measured by: board size, board independence, CEO duality and audit committee. While the working capital management efficiency was measured by: average collection period, days to sell inventory, and cash conversion cycle. In addition, firm size, sales growth, debit ratio, and return on assets were used as control variables. Information about the variables used in the study was collected from the companies' annual reports and from the website of the ASE. The Ordinary Least Square was used to conduct this study. The result shows a highly significant positive relationship between CEO duality and average collection period, which means that the separation between CEO and chairman of the board increases the efficiency of account receivable. In addition a significant positive relationship is found between audit committee and days to sell inventory.

Based on its results, the study recommends that, there is a necessity to have legislation in place to ensure a complete compliance of all companies with corporate governance initiatives, Paying more attention when forming audit committees to have members that have relevant experience in finance and accounting, and Conducting more studies on the subject that take into consideration new variables not used in the current study. This is because it is not expected for one study to cover all the aspects of working capital management.

Keywords: Corporate Governance, Efficiency of Working Capital Management, Amman Stock Exchange.